

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

ECONOMIA PORTUGUESA: DA INTEGRAÇÃO À CRISE

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
matrícula nº: 108019436

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld Bastos

DEZEMBRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

ECONOMIA PORTUGUESA: DA INTEGRAÇÃO À CRISE

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
matrícula nº: 108019436

ORIENTADOR: Prof. Carlos Pinkusfeld Bastos

DEZEMBRO 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

À minha família, por tudo que me conferiram – vida, amor e educação;

Aos meus amigos, ainda que próximos ou distantes;

Ao professor Carlos Pinkusfeld, que me orientou ao longo deste trabalho e mostrou-se não apenas um grande professor, mas grande economista e pessoa, em partes iguais;

À professora Marta Castilho, que me ajudou sobremaneira ao fornecer uma base de dados sem a qual este trabalho seria impossível;

À Deus,

Agradeço.

RESUMO

Este trabalho tem como foco analisar as transformações pelas quais passou a economia portuguesa desde a adesão à Comunidade Económica Europeia até a crise em que se encontra atualmente. Para tanto, discute-se as diferentes interpretações e proposições da literatura económica contemporânea acerca dos efeitos do processo de integração à comunidade europeia e, posteriormente, à união monetária sobre o processo de desenvolvimento de Portugal nos últimos vinte e cinco anos. Por fim, analisa-se os impactos da crise da dívida soberana e as possíveis estratégias de escape propostas pelas diferentes abordagens da literatura corrente.

Índice

Introdução	7
Capítulo 1: Da adesão à Comunidade Económica Europeia à Adesão ao Euro .	10
1.1 Antecedentes da adesão à Comunidade Económica Europeia.....	10
1.2. Da Comunidade Económica Europeia à União Europeia.....	16
1.3. Desempenho Económico pós Adesão à CEE	19
1.3.1 Crescimento	19
1.3.2 Inflação e Câmbio.....	29
1.3.3 Demais Critérios de Convergência	35
Capítulo 2: Desenvolvimento como membro da Zona Euro	38
2.1 Continuidade do processo de integração: Uma década de expansão.....	38
2.2 Indicadores Macroeconómicos	40
2.3 Interpretações.....	58
Capítulo 3: A Crise da Dívida Soberana.....	62
3.1 Desenvolvimento e impacto da crise	62
3.1.1 Desenvolvimento da crise.....	63
3.1.2 Impactos da crise	66
3.2 Estratégias de saída.....	71
3.2.1 Pelo lado Fiscal.....	71
3.2.2 Pelo lado das transações correntes.....	73
3.2.3 Abandonar o euro	76
Bibliografia	79

Introdução

Nos últimos vinte e cinco anos, a economia portuguesa passou por um extenso conjunto de reformas no âmbito do processo de integração europeia. Esse longo processo tem início em 1986, quando da adesão de Portugal à já estabelecida Comunidade Econômica Europeia (doravante, CEE), e se estende até a formação da União Europeia nos moldes atuais.

Contudo, ainda no período anterior ao início deste processo (mais especificamente, na primeira metade da década de 1980) a economia portuguesa apresentava um fraco desempenho se encontrava em uma complicada situação. As já elevadas taxas inflação portuguesas, para o padrão Europeu, chegaram a atingir a marca de 29% a.a. em 1984, acompanhadas por baixas taxas de crescimento e uma situação crítica quanto ao balanço de pagamentos. Como consequência o país teve de recorrer ao socorro do FMI neste momento, ao se ver impossibilitado de cumprir seus compromissos frente ao exterior.

Nesse contexto, Portugal adere à CEE, uma instituição multilateral que tinha como objetivo principal o estabelecimento e desenvolvimento de um mercado comum entre seus países membros, nominadamente, Itália, Alemanha, França, países do Benelux, com posterior adesão do Reino Unido, da Irlanda, Dinamarca, Grécia, Espanha e de Portugal.

Como resultado, as mesmas variáveis macroeconômicas anteriormente citadas apresentaram resultados significativamente diferentes. A taxa de inflação reduziu-se drasticamente, atingindo, já em 1987, a marca de um dígito somente. Paralelo a isso, a economia portuguesa apresentou maiores taxas de crescimento, de tal maneira que, entre os anos de 1986 e 1999, apoiada pelas ajudas financeiras do chamado Fundo de Coesão, realizou um significativo processo de convergência real frente às economias mais desenvolvidas do centro e norte da Europa.

Em 1992, o processo de integração toma novo impulso, quando em fevereiro desse mesmo ano é assinado o Tratado de Maastricht, segundo o qual, é criada a União Europeia, instituição responsável por substituir a antiga CEE. A nova instituição, contudo, buscava aprofundar a integração econômica vigente, com a criação da União Monetária e Econômica, consonantemente ao início do processo de unificação política.

Desse modo, em janeiro de 1999, com a confirmação dos critérios de convergência estabelecidos em Maastricht, o Euro passa a ser utilizado como moeda

escritural, para, finalmente, em 2002, começar a circular na forma de moeda manual. Esse processo de adesão ao Euro, contudo, implica em uma série de mudanças institucionais para as economias participantes, que perdem o controle sobre as políticas cambial e monetária. Para estes países da Zona Euro, a taxa de juros e demais condições monetárias são definidas pelo Banco Central Europeu, restando a eles somente as políticas orçamentária e de rendimentos para realização de ajustes macroeconômicos.

Com a adesão ao Euro, Portugal entra em uma nova trajetória de crescimento. A partir de 1999, o processo de convergência torna-se muito mais lento, praticamente estagnando-se.

Outra consequência importante da entrada de Portugal na União Monetária foi a acentuada queda dos juros nominais e reais, que, a partir 1995, convergem para níveis compatíveis à Zona Euro. Essa queda dos juros, por sua vez, implicou num aumento do consumo das famílias, e permitiu ao governo maior espaço, com a redução dos encargos financeiros associados à dívida pública, para expandir sua despesa e endividamento.

A política de rendimentos portuguesa permitiu aumentos salariais acima do fraco crescimento da produtividade, de maneira a apresentar um crescimento dos custos unitários do trabalho acima dos seus respectivos parceiros comerciais dentro da Zona Euro. Esse aumento fez com que Portugal apresentasse uma significativa perda de competitividade frente aos mercados internos e externos ao euro no mesmo tempo em que países asiáticos e do leste europeu ganhavam maior acesso ao mercado da União Européia.

O resultado destes processos dificilmente poderia ser diferente: ao longo do período de circulação do euro, Portugal acumulou repetidos déficits em transações correntes na medida em que elevava o endividamento público e privado.

Quando da eclosão da crise do Sub Prime, em 2008, a economia portuguesa, por sua vez, sofreu um grande baque, tendo a trajetória de baixo crescimento, que até então apresentava, substituída por uma recessão de grandes proporções. O subsequente desencadeamento da crise da dívida soberana que atualmente assola a União Européia foi igualmente impactante ao atingir uma economia portuguesa já fragilizada.

Com este trabalho, portanto, pretende-se analisar a evolução dos principais indicadores econômicos da economia portuguesa durante este período de profundas alterações que tem início em 1986, com a adesão de Portugal a então CEE, até os atuais desdobramentos da crise da dívida soberana.

Mais especificamente, pretende-se analisar de que maneira as reformas institucionais implementadas pelo processo de integração europeu, tais quais a supressão das políticas monetária e cambial nacionais e o recebimento de apoio na forma de transferências unilaterais de Fundos Estruturais europeus, impactaram o desenvolvimento da economia portuguesa. Por fim, destacam-se desdobramentos das duas últimas crises que afetaram sobremaneira as economias européias de menor porte, como Portugal, apontando as principais estratégias de retomada do crescimento traçadas pela atual literatura econômica.

Para tanto, esta monografia contará com três capítulos, todos de caráter histórico descritivo. Em seguida à introdução, o primeiro capítulo tratará das condições estruturais de Portugal quando da entrada na CEE até os primeiros anos da União Européia. Seguindo a mesma estrutura, o segundo capítulo tratará do período que tem início na adesão de Portugal ao euro e se estende até os acontecimentos imediatamente antecedentes à Crise do Sub Prime. O terceiro capítulo, por sua vez, explorará a eclosão da crise, as medidas tomadas para combatê-la e as consequências desta sobre os indicadores apresentados anteriormente. Por fim, encontra-se a conclusão acerca do apresentado.

Capítulo 1: Da adesão à Comunidade Económica Europeia à Adesão ao Euro

1.1 Antecedentes da adesão à Comunidade Económica Europeia

Na primeira metade da década de 1980, a economia portuguesa se encontrava com diversas dificuldades. Nesse período marcado pelos desdobramentos do segundo choque do petróleo e pelas elevadas taxas de juros no mercado internacional, Portugal ainda teve que se defrontar com problemas herdados do processo de liberalização do regime político, com o fim da ditadura de Salazar e as guerras de libertação das colónias africanas.

Contudo, entre os diversos desequilíbrios macroeconómicos observados na economia portuguesa durante a primeira metade da década de 1980, destaca-se o desequilíbrio das contas externas. Sendo historicamente um país com déficit em Transações Correntes, a situação externa havia se estabilizado durante os anos sessenta, em grande parte devido a uma evolução positiva da conta de Transferência Unilaterais (por conta das remessas de emigrantes portugueses em outros países europeus) e da Conta de Serviços (como reflexo do desenvolvimento das atividades turísticas). Entretanto, enquanto na década de 60 o superávit dessas duas contas fosse capaz de superar o déficit comercial, na década de setenta o impacto do primeiro choque do petróleo agravou de tal maneira o déficit comercial que os superávits daquelas outras contas já não eram mais capazes de cobri-lo. Como resultado disso, e ainda com o agravamento causado pelo segundo choque do petróleo, os saldos negativos da Conta Corrente das décadas de 1970 e do início da década de 1980 são responsáveis por elevar a dívida externa portuguesa a patamares preocupantes, chegando a atingir, em 1984, a marca de 90% do PIB daquele ano, como pode ser observado por meio da Tabela 1.

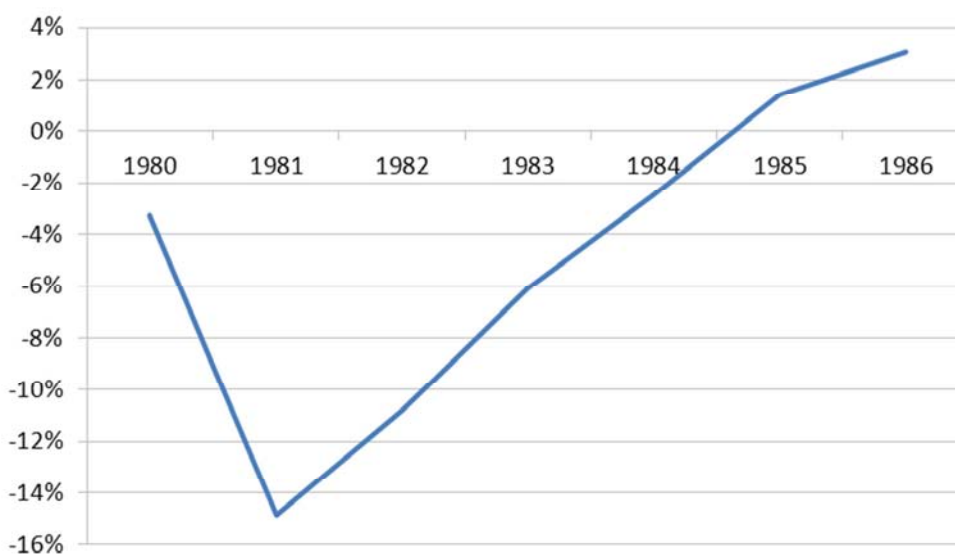
Tabela 1.1: Dívida externa total
(% PIB)

1978	31,7
1979	36,6
1980	37,5
1981	48,9
1982	65,5
1983	83,5
1984	90,4
1985	74,5

Fonte: Banco de Portugal

Esse desequilíbrio externo apresentou severo impacto sobre o desempenho da economia portuguesa durante a primeira metade da década de oitenta. De tal maneira que, com o esgotamento das reservas internacionais em 1983, Portugal se vê forçado à assinar seu segundo acordo com o FMI (o primeiro havia sido assinado pouco antes, em 1977). Segundo esse acordo, as autoridades portuguesas se comprometeram a adotar um conjunto de medidas de ajustamento da economia doméstica, em troca de ajuda financeira. Entre as medidas propostas pelo Fundo, seguindo seu receituário padrão de contenção da absorção interna, estão o aumento dos juros, a limitação dos aumentos salariais, a contenção das despesas públicas e a desvalorização da moeda nacional. Tais medidas tinham como principal objetivo, como lembrado, conter a absorção interna, visando reduzir os déficits comerciais para, por fim, gerar um excedente capaz de cobrir a conta de rendas, e, mais especificamente, a despesa com juros sobre a dívida externa.

Gráfico 1.1: Saldo em Transações Correntes de Portugal (em % PIB)



Fonte: Banco Mundial

Segundo Pedro Lains:

Há muito que não se vivia uma aflição constante com a balança de pagamentos como se viveu nos anos entre 1977 e 1982. Mais nada havia a fazer senão desvalorizar a moeda nacional para conter as importações, o que deprimiu o crescimento do investimento, dada a sua tradicional dependência da aquisição de bens intermédios no estrangeiro, protegendo por tabela os principais sectores industriais do país, que eram, evidentemente, os mesmos de sempre. (1994, pp. 934)

O resultado destas políticas sobre a conta de transações correntes foi de tal maneira positivo que, já em 1985, esta conta anteriormente deficitária apresentou um pequeno superávit. Além disso, a condução destas políticas também foi responsável por redução da dívida externa portuguesa que, como apresentado na Tabela 1, reduziu em 15.9 pontos percentuais entre os anos de 1984 e 1985.

Tabela 1.2: Exportação e Importação de Bens e Serviços (em USD correntes)

Anos	Exportação		Importação		Saldo
	Bens	Serviços	Bens	Serviços	
1980	4,667,869,889	2,005,840,069	8,611,178,776	1,524,574,171	-3,462,042,990
1981	4,184,643,589	1,946,176,618	11,132,171,276	1,638,660,574	-6,640,011,643
1982	4,194,101,943	1,535,891,598	8,953,412,015	1,461,873,969	-4,685,292,442
1983	4,646,210,852	1,478,084,682	7,631,289,448	1,253,814,895	-2,760,808,810
1984	5,246,497,630	1,656,081,033	7,297,230,847	1,243,526,871	-1,638,179,054
1985	5,749,073,582	1,930,735,148	7,178,781,813	1,268,727,119	-767,700,202
1986	7,264,817,158	2,424,528,083	8,875,997,007	1,585,423,667	-772,075,433

Fonte: Banco
Mundial

Como expresso por Lains, a desvalorização cambial realizada neste período trouxe benefícios aos setores industriais mais tradicionais da economia portuguesa. Com a quebra nos salários reais, também por motivo dos acordos com o FMI, setores mais mão-de-obra intensivos dos têxteis, vestuário, calçado, além de alguns setores agro-alimentares e de pasta para papel retomaram sua importância nas exportações, em detrimento a setores com maior valor adicionado desenvolvidos anteriormente (e.g. máquinas).

Destaca-se, entretanto, que essas medidas, apesar de apresentaram bom resultado sobre as contas externas, ocorreram à custa de um uma recessão interna. O conjunto de políticas monetária, fiscal, cambial e de rendas restritivas aplicadas a uma economia que já apresentava baixas taxas de crescimento, como a portuguesa, resultaram, a partir de 1983, em dois anos de recessão.

O impacto desta recessão, portanto, foi justamente reduzir as importações em termos absolutos. Ademais, a resposta desenhada pelo FMI ao problema do Balanço de Pagamentos português resultou em uma maior abertura comercial nos anos em que o fundo atuou sobre o país.

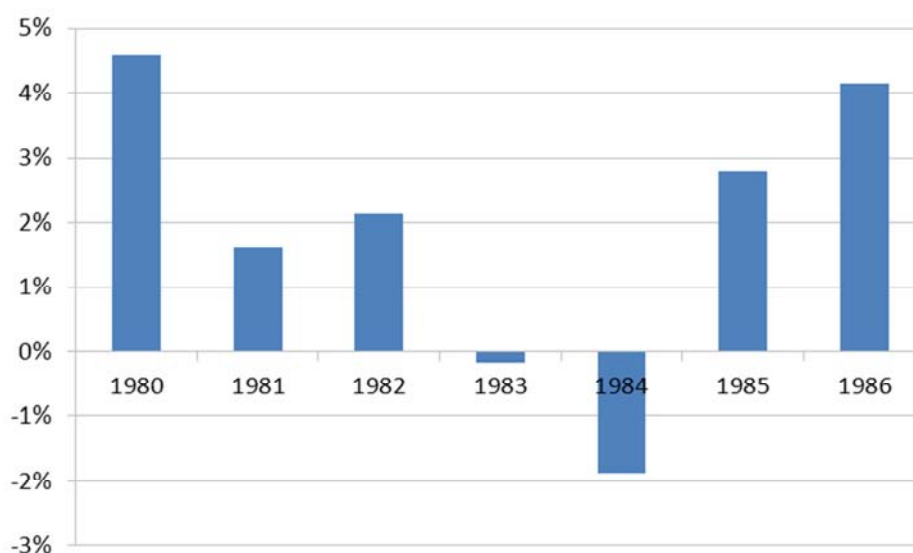
Tabela 1.3: Abertura Comercial¹

1980	56,6
1981	57,6
1982	57,9
1983	61,7
1984	68,1
1985	65,5
1986	57,7

Fonte: Penn World Tables 7.0

Somente a partir de 1985, por fim, a economia portuguesa retomou sua trajetória de crescimento.

Gráfico 1.2: Variação PIB português (% Anual)



Fonte: Banco Mundial

A inflação era também outro importante desequilíbrio macroeconômico pelo qual passava a economia portuguesa na década de 80. A elevação dos preços do petróleo no mercado internacional causada pelo segundo choque do petróleo foi um fator importante para essa elevação dos preços.

Porém, além da inflação importada, as elevadas taxas de crescimento dos salários observadas a partir de 1974 contribuíram significativamente para a aceleração da inflação. Além destes fatores, a desvalorização cambial proposta pelo Fundo também

¹ Abertura comercial definida como exportações mais importações divididos pelo PIB

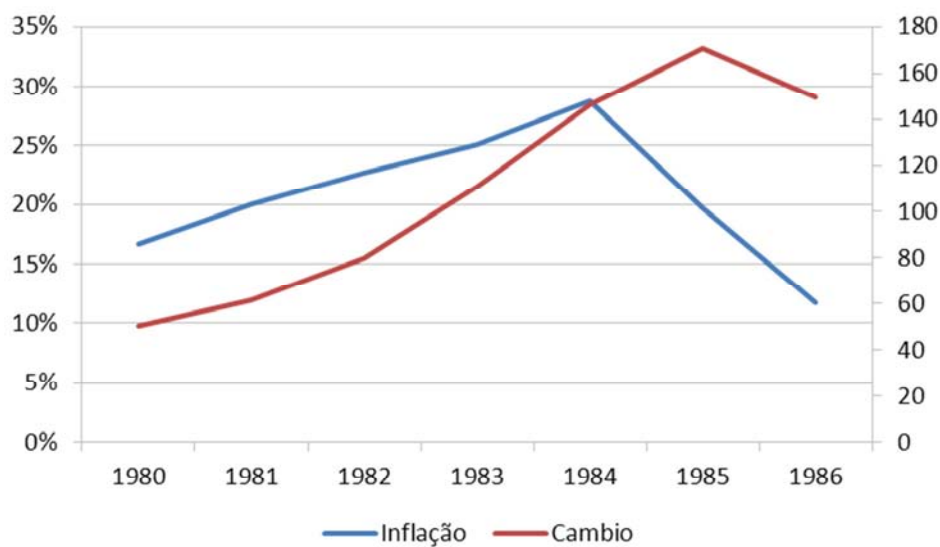
foi responsável por dar maior força a esse processo de aceleração da inflação, a despeito dos dois anos de recessão que se sucederam ao acordo com o FMI, atingindo a marca de 29% a.a. em 1984.

Tabela 1.4: Evolução dos Salários Reais
(1973 = 100)

1973	100.0
1974	113.8
1975	125.5
1976	125.9
1977	115.9
1978	110.0
1979	102.8
1980	109.6
1981	111.1
1982	107.2
1983	100.6
1984	91.8
1985	92.7

Fonte: Instituto Nacional de Estatísticas

Gráfico 1.3: Variação da Taxa de Câmbio (Escudo por Dólar) x Inflação (IPC)



Fonte: Banco Mundial

Portanto, nesse contexto de desequilíbrio variáveis nominais e fraco desempenho das variáveis reais, Portugal aceita o convite para adesão à Comunidade Econômica Européia (CEE) em 1 de janeiro de 1986.

1.2. Da Comunidade Econômica Européia à União Européia

A Comunidade Econômica Européia foi formada a partir do Tratado de Roma, de 1957. Assinado pela Alemanha Ocidental, Bélgica, França, Holanda, Itália e Luxemburgo, este tratado propunha a criação de um mercado comum de bens, serviços, capitais e mão de obra entre os países signatários. Para tanto, foi proposta a unificação e redução das tarifas alfandegárias entre os países signatários, de modo que, já em 1968 (um ano e meio antes do prazo final proposto pelo tratado) todas estas tarifas haviam sido abolidas.

Os primeiros debates sobre a expansão da CEE se iniciaram em 1961, quando o Primeiro Ministro inglês Harold Macmillan decidiu iniciar as negociações para adesão de seu país à CEE. O resultado não foi de todo positivo, conforme Jovetic (2005, pp. 16, tradução do autor): “O presidente francês Charles de Gaulle inesperadamente anunciou em uma conferência de imprensa em Paris em janeiro de 1963 que a Grã-Bretanha ainda não estava pronta para aderir à CEE. Este foi o primeiro veto de de Gaulle à Grã-Bretanha.”

A Grã-Bretanha, contudo, reinicia suas negociações em 1967. Ainda que a maioria dos países membros tenham aceitado, a França novamente veta a sua entrada. Como esclarece Corrêa (2010, pp. 37) “Todos os países deram calorosas boas vindas ao novo candidato, menos a França. Assim, de Gaulle negou novamente a entrada.”

A retomada das discussões sobre a adesão da Grã-Bretanha só foi dada em 1969, por meio da Reunião de Cúpula de Haia. Com a renúncia de de Gaulle à presidência francesa nesse mesmo ano, os representantes dos Estados membros da CEE se reuniram em Haia, na Holanda, para discutir esse tema. Além disso, Noruega, Dinamarca e Irlanda também enviaram seus pedidos de adesão à CEE.

Por fim, em 1973, todos estes países, à exceção da Noruega (que, por meio de um referendo, vetou sua própria entrada na CEE), tornaram-se os primeiros países a adentrar a Comunidade Econômica Européia após sua formação. Essa primeira expansão abriu um precedente para as futuras expansões que viriam a ocorrer.

Em 1979, foi criado o Sistema Monetário Europeu (SME). Segundo esse sistema, cria-se uma interconexão entre as taxas de câmbio dos países membros, visando alcançar maior estabilidade cambial. Para tanto, criou-se a Unidade Monetária Européia (ECU, em inglês), uma cesta contendo moedas dos países participantes desse sistema. A ECU servia para estabelecer valor central das taxa câmbio entre os países, que deveriam permanecer dentro de um intervalo de mais ou menos 6% desse valor.

A segunda expansão da CEE, por sua vez, foi conduzida em 1981 com a adesão da Grécia. A terceira ocorre com Portugal enviando seu pedido de adesão à Comunidade em 1977, no mesmo ano que sua vizinha, Espanha. Após extensa análise e negociação, os pedidos desses dois países são atendidos, de modo que, a partir de 1 de Janeiro de 1986, os dois países da Península Ibérica passam a ser integrantes da CEE.

Em fevereiro desse mesmo ano, o processo de integração europeu toma novo impulso. Nesse mês, os países membros da Comunidade Econômica Européia assinaram o Ato Único Europeu, a primeira alteração legal sobre o Tratado de Roma. Este ato tinha como objetivo principal acelerar a implementação do Programa de Mercado Único.

A intenção deste programa, como elucida Jovanovic (2005, pp. 23, tradução do autor) “[...] era aumentar a competitividade dos bens, serviços e fatores da CE em relação aos rivais americanos e japoneses através da alteração de regras internas, e não de subsídios.”

Para tanto, o Programa de Mercado único se propunha a eliminar as barreiras não tarifárias sobre o comércio entre os países membros. Enquanto as barreiras tarifárias dentre os países da CEE haviam sido derrubadas desde 1968, a existência de diversas barreiras não tarifárias prejudicavam a competitividade de seus produtos frente a seus concorrentes internacionais. Além disso, o Tratado de Roma permitia que países membros em dificuldade (e.g. Portugal) adotassem medidas protecionistas frente a países externos à CEE. Corrêa afirma que “[i]sso trazia grandes diferenças de preços dentro da Comunidade e, por consequência, afetava a alocação espacial dos recursos.” (2010, pp. 38)

Portanto, o Ato Único Europeu foi responsável por estabelecer um conjunto de alterações legislativas que conferiram maior harmonia e unanimidade às normas nacionais no que tange a livre circulação de cidadãos e mercadorias entre os países membros. Entre essas alterações, este ato foi responsável por uma série de alterações sobre o funcionamento das instituições supranacionais da CEE. Por exemplo, temos que

o Conselho Europeu, por exemplo, passa a tomar decisões segundo votações por maioria qualificada; ao mesmo tempo em que o Parlamento Europeu recebe maior competência sobre o processo legislativo europeu.

Com o Mercado Único Europeu plenamente estabelecido em 1992, foi assinado nesse mesmo ano o Tratado da União Européia (também conhecido como Tratado de Maastricht, portando o nome cidade holandesa em que fora assinado). Por meio deste, foi formalmente criada a União Européia (UE), instituição que teve como papel assumir o espaço da antiga CEE. Ao mesmo tempo, a UE adicionou novas formas de cooperação intergovenamental e assumiu competência sobre temas que a antiga instituição não tinha qualquer influência, como é o caso da política externa e da justiça criminal.

Pelo lado econômico, o Tratado de Maastricht foi responsável pela criação de um conjunto critérios de convergência com o objetivo de fornecer as condições necessárias para que, em 1999, a União Econômica e Monetária atingisse seu último estágio, a adoção do euro. Para tanto, os Critérios de Maastricht, como ficaram conhecidos, estabeleceram metas para quatro áreas distintas da atividade econômica que cada país deveria atingir antes da adesão ao euro. Primeiro, a inflação doméstica não pode estar mais 1,5 p.p. acima da média dos três países membros com menor taxa de inflação. Segundo, o déficit orçamentário não pode ultrapassar 3% do PIB nacional, enquanto a dívida pública governamental não pode ultrapassar a marca de 60% de seu PIB. Terceiro, o país tem que fazer parte do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio por no mínimo dois anos, sem que nesse período tenha desvalorizado a sua moeda. Por fim, segundo o quarto critério de convergência, as taxas nominais de juros de longo prazo dos países participantes não podem ultrapassar em 2 p.p. a média das três menores taxas dentre eles.

Buscando para fortalecer a cooperação monetária entre os países membros da EU e garantir o bom funcionamento da ECU, é criado, em 1994, o Instituto Monetário Europeu. Instituição que precederá o Banco Central Europeu, servindo de molde para sua criação.

Posteriormente, em 1997, foi assinado o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), que insere na União Econômica e Européia medidas de disciplina fiscal. A partir deste pacto, os países membros se comprometeram a continuar cumprindo as metas fiscais propostas pelos critérios de convergência de Maastricht mesmo após a adesão ao euro (ao contrário das outras metas, que são abandonadas após a adesão ao euro). “O PEC foi adotado para evitar que políticas fiscais irresponsáveis tivessem efeitos nocivos

sobre o crescimento e a estabilidade macroeconômica dos países da União Europeia, em particular aqueles que adoptaram o euro como sua moeda.” (Em: http://pt.wikipedia.org/wiki/Pacto_de_Estabilidade_e_Crescimento). Acessado em 22 de Novembro de 2011). Para garantir esse cumprimento, foi garantida à Comissão Europeia e ao Conselho de Ministros o poder fiscalizar e sancionar os países membros caso eles não mantenham disciplina fiscal.

Em 1995, Áustria, Finlândia e Suécia também aderem à União Europeia.

Por fim, a União Económica e Monetária adentra sua terceira e última etapa com a criação do euro em 1999. Esse processo tem início quando, no último dia de 1998, os 11 países então participantes do Sistema Monetário Europeu² têm os valores das suas taxas de câmbio entre eles e o euro fixados de tal maneira que um euro se equivalia a um ECU. No primeiro dia de 1999, o euro passa a circular como moeda oficial em forma não-física, de modo que as moedas nacionais dos países da Zona do Euro deixaram de existir independentemente, estando todas elas ligadas por taxas de câmbio fixas, funcionando como partições do euro. A administração do euro coube ao Banco Central Europeu (BCE), criado em 1998 por ocasião do Tratado de Amsterdã. Esta instituição tinha como função inicial administrar a utilização da ECU. Com a substituição do ECU pelo euro, o Banco Central Europeu permaneceu com a responsabilidade de administrá-lo, tornando-se o único emissor legal desta moeda, assim como o responsável pela garantia de seu valor e estabilidade.

1.3 Desempenho Económico pós Adesão à CEE

1.3.1 Crescimento

Quando da adesão à CEE, Portugal iniciou um período de considerável crescimento, colocando-o em um rápido processo de convergência frente às economias mais desenvolvidas do norte e centro da Europa que, desconsiderando os anos de 1993 e 1994, cessa somente com a adesão ao Euro, em 1999. Tal processo pode ser observado segundo os dados da Tabela 1.5 contendo os valores da razão do PIB per capita português frente às médias dos países da Zona Euro e dos países mais ricos da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

² Faziam parte da Zona do Euro: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, Holanda, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal

Tabela 1.5: PIB per capita português - Variação anual (em %) e razão do PIB per capita da Zona Euro e dos países mais ricos da OCDE

Anos	Variação anual	Zona Euro ³	Países Mais ricos OCDE ⁴
1985	2.6	58.4	54.2
1986	4.1	59.4	55.0
1987	6.6	62.0	57.1
1988	7.8	64.2	59.1
1989	6.8	66.2	61.1
1990	4.4	67.1	62.4
1991	4.0	68.3	64.7
1992	0.8	68.3	64.5
1993	-2.2	67.5	62.8
1994	0.7	66.6	61.6
1995	4.0	67.7	62.6
1996	3.4	68.3	62.4
1997	4.0	69.7	63.3
1998	4.6	70.3	64.4
1999	3.6	72.1	65.6

Fonte: Banco Mundial

Desse modo, cabe analisar os diferentes motivos do bom desempenho da economia portuguesa durante esse primeiro estágio do processo da integração europeia.

Segundo interpretação mais ortodoxa, esta boa performance da economia portuguesa durante o período em questão pode ser explicada em grande medida pelos efeitos de comércio resultantes da formação de um mercado comum, como previsto pela CEE. Para tanto, a subsequente eliminação de barreiras ao comércio de bens, serviços e movimento de fatores de produção entre os países a ele pertencentes geram, em um primeiro momento, dois efeitos estáticos, quais sejam, a criação e o desvio de comércio. O primeiro é reflexo da eliminação destas barreiras e é responsável por gerar maior comércio entre os países membros; o segundo faz com que a importação proveniente de

³ Zona Euro compreende a Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, República da Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta e Portugal

⁴ Países Mais Ricos da OCDE corresponde a Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Islândia, Israel, Japão, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido, República Tcheca, Suécia, Suíça.

um país mais eficiente, porém externo ao mercado comum, seja deslocada para um país membro menos eficiente.

Ambos efeitos foram mais atuantes durante o progressivo desarmamento alfandegário pelo qual passou a economia portuguesa entre os anos de 1986 e 1992. Nestes anos, observa-se um considerável aumento da abertura comercial em Portugal, a exceção do ano de 1992, com a crise do Sistema Monetário Europeu, quando se inicia um pequeno período de redução da abertura comercial.

Tabela 1.6: Abertura Comercial

1986	57,7
1987	63,5
1988	67,3
1989	69,1
1990	69,2
1991	64,1
1992	59,7
1993	57,4
1994	60,6
1995	63,6
1996	63,3
1997	65,2
1998	66,8
1999	66,0

Fonte: Penn World Tables 7.0

Esta abertura comercial, entretanto, teve como resultado o agravamento da situação da Balança de Transações Correntes que, apesar de haver se recuperado em 1985 (por meio da atuação do FMI), volta a ser deficitária em 1988. A exceção dos anos de 1989 e 1993, esta conta manteve deficitária desde então.

Tabela 1.7: Evolução da importação e exportação de bens e serviços (US\$ correntes)

Anos	Exportação		Importação		Saldo
	Bens	Serviços	Bens	Serviços	
1986	7,264,817,158	2,424,528,083	8,875,997,007	1,585,423,667	-772,075,433
1987	9,334,525,117	3,164,536,133	12,847,203,746	2,156,514,378	-2,504,656,874
1988	11,015,033,400	3,418,126,818	16,391,968,365	2,668,372,782	-4,627,180,930
1989	12,842,577,781	3,788,781,271	17,585,037,843	2,830,300,355	-3,783,979,146
1990	16,457,895,136	5,095,766,493	23,141,438,690	4,004,693,556	-5,592,470,617
1991	16,390,748,441	5,231,156,577	24,079,176,461	4,419,524,449	-6,876,795,891
1992	18,348,132,041	5,497,394,005	27,735,130,293	4,731,715,471	-8,621,319,719
1993	15,931,426,690	6,845,838,648	23,981,338,529	5,481,287,530	-6,685,360,721
1994	18,644,710,367	6,755,101,239	26,965,562,020	5,486,182,425	-7,051,932,839
1995	24,024,315,234	8,236,099,030	32,934,418,153	6,610,977,264	-7,284,981,153
1996	24,914,435,421	7,943,191,026	34,763,207,158	6,535,211,827	-8,440,792,538
1997	24,211,418,181	7,663,878,736	34,710,077,335	6,235,446,205	-9,070,226,623
1998	25,160,444,509	8,828,819,546	38,036,912,262	6,911,876,582	-10,959,524,789
1999	24,899,407,894	9,259,434,773	39,326,396,944	7,322,915,244	-12,490,469,521

Fonte: Banco Mundial

Estes elevados déficits em transações correntes, contudo, não acarretaram em graves crises do Balanço de Pagamentos. Em boa parte, isto pode ser explicado porque, no caso concreto da adesão de Portugal à CEE, há mais um efeito além daqueles descritos anteriormente: o efeito dos Fundos de Coesão. Ao abrigo de distintos Quadros Comunitários de Apoio (QCA), Portugal recebe, a partir de 1986, transferências unilaterais da União Europeia, a fim de estimular o crescimento da economia portuguesa e contrabalancear os déficits em transações correntes.

Tabela 1.8: Transferências da CEE e UE a Portugal (% PIB)

1986-88	1,7
1989-93 (I QCA)	3,2
1994-99 (II QCA)	3,9

Fonte: Banco de Portugal

No caso concreto da economia portuguesa, o estímulo ao crescimento gerado pelos Fundos Estruturais trouxe uma característica peculiar ao processo de integração: aumento da participação do Estado na economia. Conforme Lains,

Talvez ainda não se pudesse imaginar na altura que a adesão à Comunidade Europeia, em 1986, viria a reforçar o papel interventor do Estado, em particular na indústria, mas também na construção de infra-estruturas e, mais tarde, até na investigação universitária, dado que, com a adesão, o Estado português passou a administrar novas receitas, sob a forma de [...] «fundos estruturais» (1994, pp. 935)

No mais, por motivo do processo de integração, encontram-se não somente aqueles efeitos estáticos desenvolvidos anteriormente, mas também se observam distintos benefícios dinâmicos. Entre estes benefícios, temos as possibilidades de economias de escala e de aprendizado condicionadas pela integração econômica, um efeito pró-competitivo (que introduz ganhos de eficiência em vários setores da economia), além do estímulo à formação bruta de capital fixo e o investimento direto estrangeiro.

O resultado mais simbólico destes efeitos em Portugal foi a indústria automobilística. Esta indústria começou a se desenvolver em Portugal no início da década de 1980, quando o governo português demonstrou interesse em receber propostas para a realização de projetos industriais de forma a criar um complexo industrial âmbito da então Comunidade Econômica Européia. Duas propostas foram realizadas, uma da Peugeot-Citroen e outra da Renault. Após longas negociações, o projeto da Renault foi aceito. Suas propostas consistiam na instalação de um fábrica de montagem de carros em Setúbal e a criação de uma fábrica de caixas de marchas em Cacia. Como sintetiza Joana Chorincas:

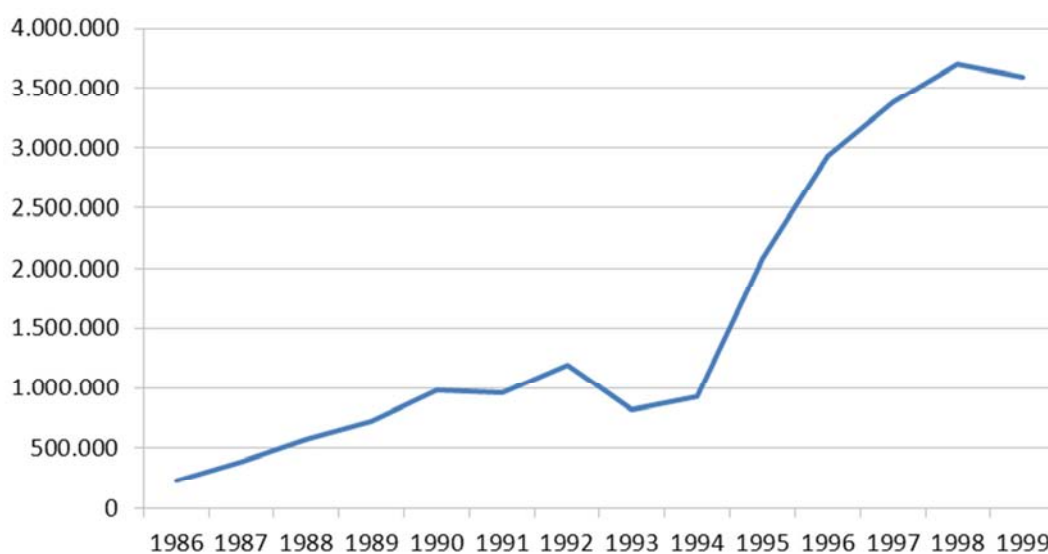
Em temos genéricos, um dos principais objectivos deste Projecto era contribuir para o desenvolvimento de um tecido de fornecedores de componentes competitivo em termos europeus, para a crescente incorporação nos veículos e motores montados em Portugal, para a exportação de componentes e para a introdução de novas tecnologias. (2002, pp. 8)

O resultado, entretanto, não foi de todo satisfatório. Segundo Vale (1999) citado por Chorincas (2002, pp. 8) a Renault não conseguiu criar, na área da fabricação e montagem de veículos, um complexo industrial competitivo e capaz de se manter em mercado aberto. No início da década de 90, a Renault optou por instalar uma fábrica na Eslovênia para a produção do Clio, com parte da produção destinada a atender o

mercado do sul da França, antes atendido pela produção portuguesa. Com isso, foram iniciadas negociações para a instalação de novas unidades de montagem capazes de suplantar a saída da Renault e consolidar a indústria automobilística portuguesa.

A partir destas negociações, surgiu o projeto da AutoEuropa. Resultante de acordos entre a Ford Werke, Volkswagen e a Ford of Europe Inc, o projeto previa a instalação de uma grande fábrica para produção de veículos em Palmela (pequena vila localizada no distrito de Setúbal, vizinho ao distrito de Lisboa). Com a consolidação desse projeto, que passou a comercializar seus veículos a partir de 1995, a produção automotiva em Portugal deu um grande salto, tanto quantitativo (tornando-se importante produto da pauta de exportações portuguesa), quanto de maneira qualitativa, com a utilização do sistema *Just in Time*.

Gráfico 1.4: Exportação de automóveis sobre o total das exportações de Portugal
(em mil US\$ correntes)



Fonte: Comtrade

Sendo considerado o maior investimento já realizado na história de Portugal, a realização do projeto proposto pela AutoEuropa “ [...] teve implicações importantes não só para a indústria automóvel mas para a globalidade da economia, tendo representado em 1997 cerca de 2,5% do PNB.” (Chorincas, 2002, pp. 10). De tal modo que a realização deste investimento implicou no desenvolvimento de outros setores, como é o caso da indústria de auto-peças responsável por alimentar a produção de automóveis.

Tabela 1.9: Pauta de Exportações Portuguesa (Porcentagem dos itens em destaque sobre total das exportações)

1986		1992		1999	
Acessórios de vestuário	8,0%	Acessórios de vestuário	20,54%	Veículos terrestres	14,76%
Fios têxteis, tecidos e artigos confeccionados	7,9%	Fios têxteis, tecidos e artigos confeccionados	10,69%	Acessórios de vestuário	13,39%
Calçados	6,8%	Calçados	6,97%	Maquinário elétrico, aparatos, partes e peças	9,48%
Pasta para papel	6,5%	Maquinário elétrico, aparatos, partes e peças	4,76%	Fios têxteis, tecidos e artigos confeccionados	7,26%
Rolhas e manufaturas de madeira (à exceção de móveis)	4,6%	Veículos terrestres	4,60%	Calçados	6,48%
Maquinário elétrico, aparatos, partes e peças	4,1%	Manufaturas de materiais não metálicos	4,27%	Telecomunicações e gravação e reprodução de som	4,01%
Manufaturas de materiais não metálicos	3,1%	Rolhas e manufaturas de madeira (à exceção de móveis)	3,96%	Rolhas e manufaturas de madeira (à exceção de móveis)	3,82%
Bebidas	3,0%	Pasta para papel	3,58%	Manufaturas de materiais não metálicos	3,57%
Veículos terrestres	3,0%	Bebidas	3,30%	Manufaturas de metais	3,11%
Petróleo e produtos derivados	2,7%	Petróleo e produtos derivados	3,28%	Maquinário equipamento industrial em geral	2,86%

Fonte: Comtrade

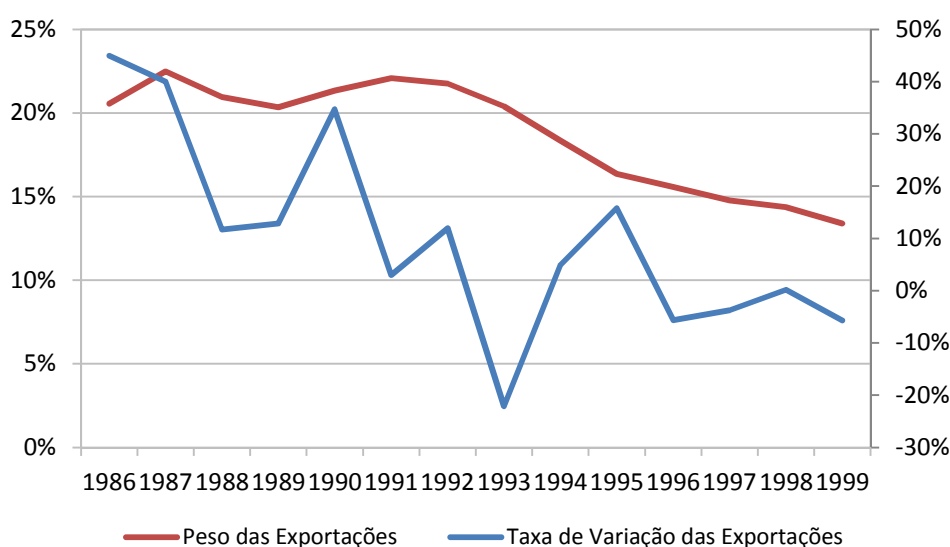
De acordo com a tabela 1.7, nota-se um grande crescimento dos setores que desde antes já eram os principais setores da estrutura industrial de Portugal, que culmina em 1992, quando do acordo de Maastricht. É o caso, por exemplo, de setores como o de calçados, têxteis e vestuário que, de fato, são pouco intensivos tecnologicamente. Contudo, este pareceu ser o apogeu destes setores na indústria portuguesa, uma vez que, com o aumento da competição no cenário internacional por parte da China e de outros países do sudeste asiático, Portugal perdeu uma parcela considerável do mercado europeu que antes era responsável por abastecer. Acerca do impacto dos produtos chineses sobre Portugal, Leão e Palacio-Vera explicam:

Em 1993, o acordo da Rodada Uruguai estabeleceu a progressiva eliminação de quotas de exportação de têxteis, vestuário e calçados de países menos desenvolvidos para países desenvolvidos ao longo de um período de 10 anos (1995-2005). Como resultado,

o market share da China na UE15 aumentou acentuadamente à custa de diversos países do sul europeu, principalmente Portugal e Itália (2011, pp. 11-12)

Desse modo, há uma retração da produção de têxteis e vestuário devido à concorrência de países, como a China, que possuem maiores estoques de mão de obra e custos salariais muito inferiores aos de Portugal.

Gráfico 1.5: Valor das exportações de acessórios de vestuário sobre o total das exportações e sua variação absoluta



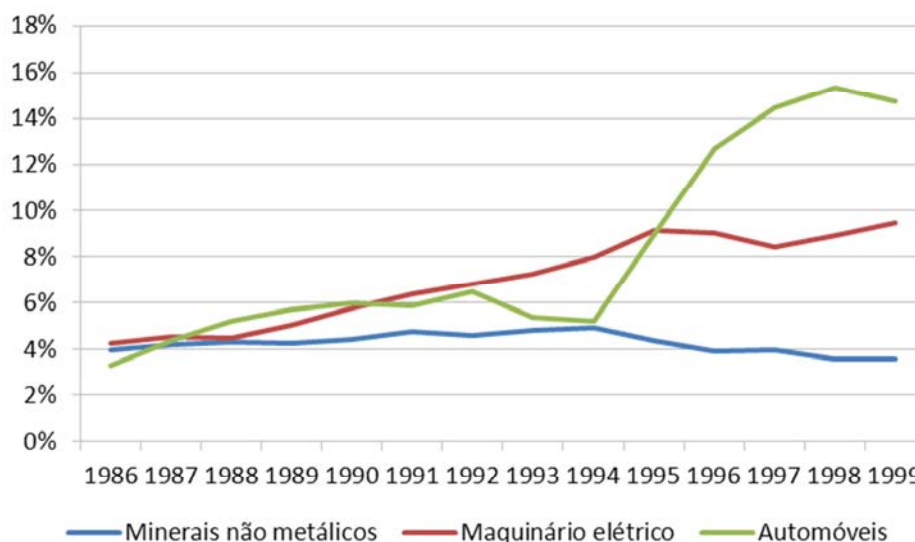
Fonte: Comtrade

Por outro lado, temos no período entre 1986 e 1995, um grande desenvolvimento do setor de minerais não metálicos - no caso, cimento e outros materiais da construção civil - por consequência dos investimentos públicos realizados na área de infra-estrutura rodoviária (em grande medida, financiados pelos Fundos Estruturais da CEE) e também pela expansão da construção civil em Portugal no período em questão.

No período que compreende os anos de 1995 e 1999, o desenvolvimento maior ocorreu entre setores um pouco mais modernos: máquinas, material elétrico e material de transporte. O motivo para isso é a execução de diversos projetos ligados ao investimento direto estrangeiro (como no caso da AutoEuropa, já citado). Os minerais não metálicos, por sua vez, continuaram a ganhar importância, impulsionados em grande medida por grandes projetos públicos (como a Expo 98) e a continuidade da expansão da construção civil. Entretanto, ainda que este setor tenha se desenvolvido,

grande parte da produção foi destinada ao consumo interno, de modo que suas exportações não obtiveram maior peso dentro da pauta de exportações

Gráfico 1.6: Valor das exportações dos setores de minerais não metálicos, maquinário elétrico e automóveis sobre as exportações totais

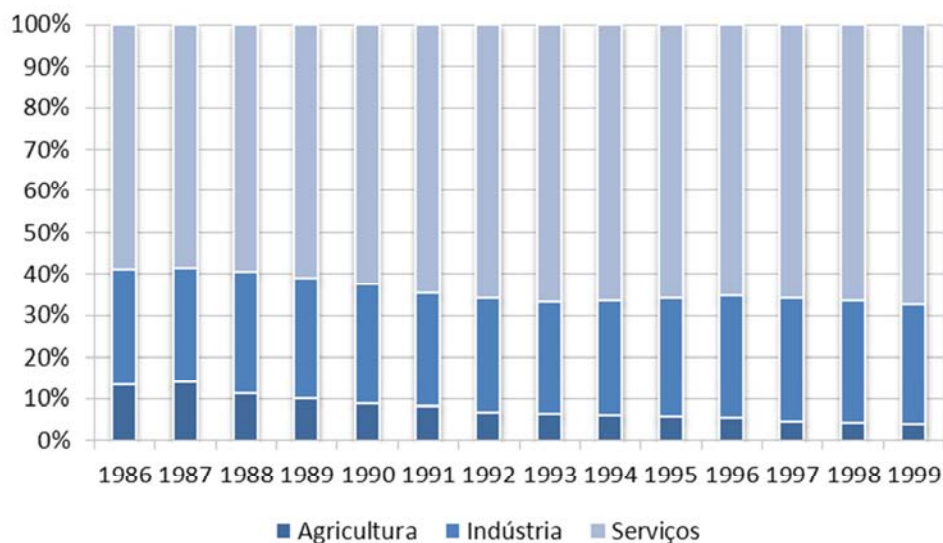


Fonte: Comtrade

Em ambos períodos, por outro lado, há uma retração da produção de têxteis e vestuário devido à concorrência de países que possuem maiores estoques de mão de obra e salários mais baixos.

Do ponto de vista da estrutura produtiva, a tendência à terciarização, que já se observava na economia portuguesa desde a década de 70 acentuou-se muito a partir de 1986. O setor de serviços, enquanto no início do período correspondia a 59% do valor adicionado como proporção total do PIB, já em 1999 atinge a marca de 68% do PIB. Por outro lado a indústria, sem maiores alterações, manteve uma participação relativamente constante em torno da sua média de 28% do valor agregado por porcentagem do PIB. Por fim, a agricultura apresentou uma forte queda de participação. Enquanto em 1986 representava cerca de 13% do valor adicionado como proporção do PIB, sua representação cai para valores inferiores a 4%.

Gráfico 1.7: Composição do Valor Adicionado do PIB Português



Fonte: Banco Mundial

Para além do comércio, tem-se na expansão da demanda interna outro grande contributo para o crescimento da economia portuguesa. Enquanto entre os anos de 1994 e 1995, a despeito da positiva contribuição da demanda interna, as exportações ainda representaram o principal contributo para a variação real do PIB. Entre os anos de 1996, 1997 e 1998, porém, a retração do crescimento das exportações associada a uma expansão do consumo privado e uma forte ampliação do investimento no país fez com que a demanda interna ultrapassasse a externa como elemento explicativo do crescimento económico, puxando as altas taxas de crescimento observadas neste período.

Tabela 1.8: Contribuição à taxa de variação real do PIB

	1994	1995	1996	1997	1998
Demanda Interna	2,7	2,3	3,8	5,8	7,2
Consumo Privado	0,6	1,1	2,1	2,3	3,4
Gasto Público	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Investimento	1,7	0,7	1	2,8	3,4
Exportações	2,5	3,6	1,7	1,8	2,4
Importações	-3,7	-3,4	-1,9	-3,5	-4,9
T.v.r. do PIB	1,5	2,3	3,6	4,2	4,7

Fonte: Banco de Portugal

Ainda que o consumo tenha apresentado uma taxa média de crescimento em torno de apenas 4% entre os anos 1996, 1997 e 1998 (segundo dados do Banco de Portugal), Faria (2010), argumenta que durante a segunda metade da década de 1990 e também, posteriormente, nos primeiros anos da adesão ao euro, “[...] assistiu-se a um período de crescimento da economia portuguesa associado a baixas taxas de juro e a um aumento do crédito, situação que levou a uma forte expansão do consumo e ao consequente agravamento do nível de endividamento das famílias.” (p. 7). E ele mesmo conclui: “Portugal registou neste período um crescimento económico desequilibrado, baseado num forte consumo que teve de ser sustentado pelas importações [...] Desta forma agravaram-se os desequilíbrios externos” (p. 9).

1.3.2 Inflação e Câmbio

A partir de 1986, e de forma mais regular após 1990, Portugal passou por um processo de redução da inflação. Este processo foi sobretudo importante, ao fazer com que o país reduzisse seu diferencial de taxas de inflação frente aos outros países da UE, pudesse atingir a meta estabelecida pelos critérios de Maastricht necessária à adesão de Portugal à União Monetária que se formará posteriormente.

Esta queda da inflação portuguesa pode ser explicada por um conjunto de fatores tanto internos quanto externos. Pelo lado externo, a redução relativa dos preços do petróleo nos mercados internacionais registrada a partir de 1986 (tendo como exceção os anos da Guerra do Golfo), que possibilitou aos produtores domésticos uma redução de custos importante para o processo de desinflação. Além disso, a queda das taxas de

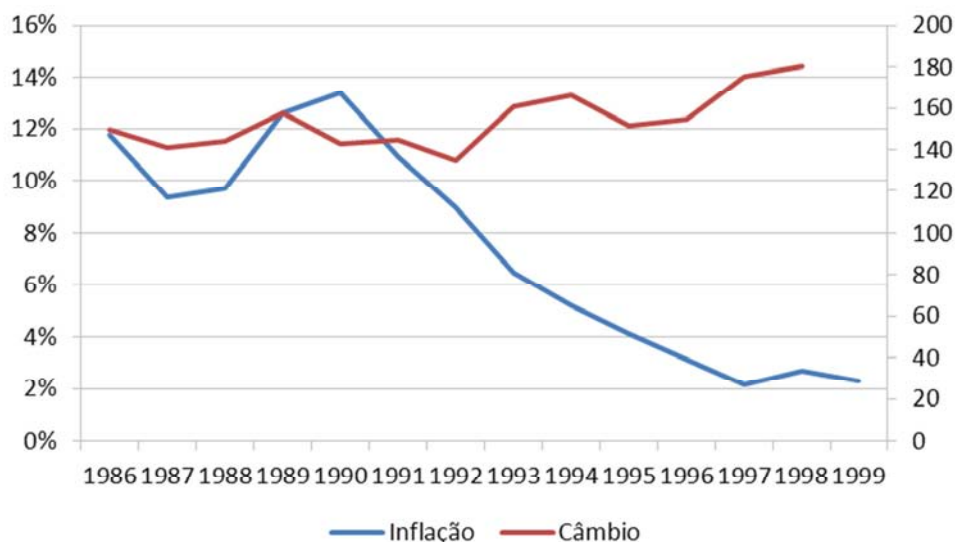
inflação comunitárias nesse período, aliada a queda das tarifas alfandegárias também foram importantes fatores externos que colaboraram com o processo de desinflação português. Quanto aos fatores internos, a combinação de uma bem sucedida política de abertura comercial com uma política cambial compatível a esse processo de redução do diferencial entre as taxas de inflação portuguesa e a comunitária.

Nesse caso, o processo de abertura e integração comercial teve dois impactos significativos sobre a dinâmica de preços na economia portuguesa. Primeiro, pela progressiva redução das tarifas alfandegárias ocorrida entre 1986 e 1992, como parte do processo de formação do mercado comum, que leva a uma queda dos preços dos produtos importados. O segundo impacto da abertura comercial sobre a dinâmica dos preços em Portugal é dado por meio da intensificação da competição, que, por sua vez, impede os produtores nacionais concorrentes dos produtos importados de ajustarem preços acima daqueles encontrados em outros países com menor inflação, com risco de perderem sua parcela de mercado.

A política anti-inflacionária portuguesa passou, sobretudo, pela utilização da política cambial a fim de alcançar seu objetivo principal, a estabilidade dos preços. A estratégia de combate à inflação em Portugal pode ser separada em dois períodos distintos: o primeiro que vai de 1986 à 1991, e o segundo que vai de 1992, com a assinatura do Tratado da União Européia, à adoção do Euro, em 1999, período em que o escudo passa a fazer parte do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu.

Entre os anos de 1986 e 1990, por meio de um sistema de *Crawling-peg*, a velocidade de depreciação do escudo foi progressivamente reduzida. Ao contrário do verificado na década anterior, o diferencial entre as inflações de Portugal e seus parceiros comerciais deixou de ser compensado pelo câmbio, de modo que, de 1986 a 1988, o escudo entrou em trajetória de valorização real.

Gráfico 1.8: Inflação (% anual, eixo a esquerda) e Câmbio (Escudo/Dólares)



Fonte: Banco Mundial

Contudo, no final dos anos 80, a deterioração da Balança Comercial em conjunto com a redução da taxa de desemprego e a aceleração dos custos unitários de trabalho, indicavam que a capacidade produtiva da economia estava próxima de atingir os seus limites. Com esses indícios de pressão no mercado de trabalho, uma evolução menos favorável dos preços internacionais e uma safra desfavorável, a inflação retomou seu crescimento entres os anos de 1988 a 1990.

No início da década de 1990, como resposta a esta retomada da inflação, o governo português decide manter taxas de juros mais elevadas. À época, Mateus escreve: “a taxa de juro real tem-se mantido positiva e elevada (fruto, em grande parte, da sua utilização como instrumento de política monetária na luta contra a inflação, visando travar o crescimento da procura agregada)” (1992, pp. 669)

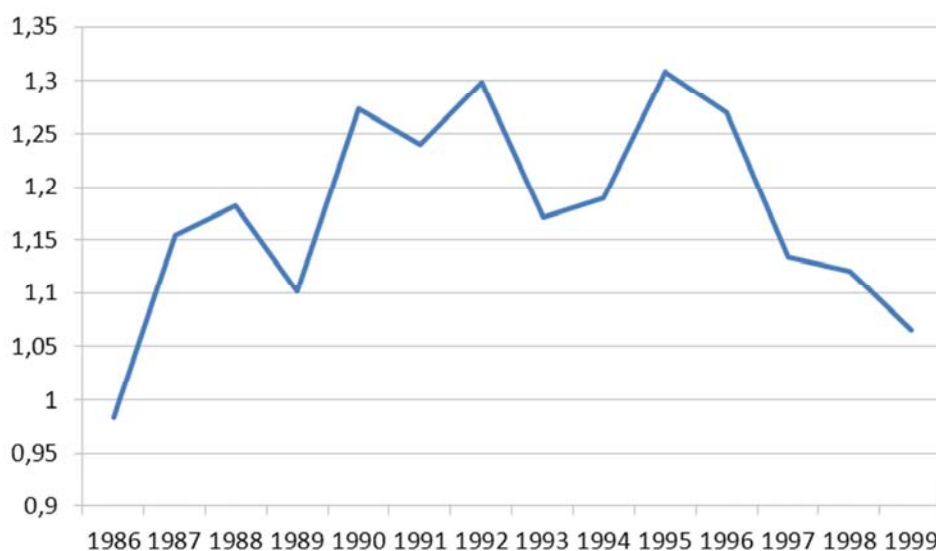
A combinação desta política monetária restritiva associada à política cambial vigente, entretanto, foi de certa maneira problemática, como explica Marta Abreu:

Esta conduta resultou num ciclo vicioso, que ficou conhecido como o dilema da política monetária: a manutenção de taxas de juro domésticas elevadas, em conjunto com uma taxa de câmbio fortemente administrada (e, por isso, altamente previsível) no contexto do regime de desvalorização deslizante, incentivavam fortes entradas de capitais (em particular de curto prazo), causando sérias dificuldades à gestão interna da liquidez. (2001, pp. 23, grifos no original)

Buscando conter esta entrada de capitais voláteis de curto prazo, Portugal reinsere restrições à entrada de capital externo em julho de 1990. Ao contrário da tendência internacional de abertura das contas de capital, Portugal sujeitou os créditos obtidos no exterior a realização de um depósito obrigatório de 40% e, um ano mais tarde, reintroduziu restrições à aquisição de dívida pública por parte de não residentes.

Além disso, por conta da questão acima descrita e da necessidade de adaptação às políticas praticadas pelo Sistema Monetário Europeu, Portugal abandona, em outubro de 1990, o regime cambial de desvalorização deslizante que praticava, para assumir um regime em que era permitida a flutuação do escudo dentro de bandas não definidas. Para facilitar a transição ao Sistema Monetário Europeu, altera-se a cesta de moedas que servia de referência para a evolução do escudo, assumindo uma cesta que continha somente moedas de países pertencentes a este sistema, quais sejam, o marco, a libra, o franco francês, a lira e a peseta. Neste momento, “[o] objectivo de depreciação cambial foi gradualmente substituído por uma política de ‘estabilidade do escudo’” (Abreu, 2001, pp. 24). De tal maneira que durante a vigência desta política, o escudo apresentou uma apreciação nominal efetiva de 2,6 p.p.

Gráfico 1.9: Taxa de Câmbio ECU/Dólar



Fonte: Eurostat

Em 1992, Portugal adere ao Sistema Monetário Europeu, o que concedeu maior estabilidade cambial ao escudo, implicando em uma mais elevada estabilidade nominal para economia portuguesa que, por sua vez, pôde prosseguir com seu processo de

desinflação em linha com a meta de convergência inflacionária indicada pelos critérios de Maastricht. Logo após a adesão a este sistema cambial, o escudo tornou-se uma das moedas mais fortes entre aquelas que pertenciam a este sistema, de tal modo que chegou a atingir o teto de flutuação frente a moeda mais fraca - na época, a libra.

Ainda no ano de 1992, o governo anunciou a completa eliminação dos controles cambiais. A este anúncio, acompanhou-se uma redução dos juros, visando evitar uma entrada exagerada de capitais de curto prazo.

Segundo interpretação mais ortodoxa, novamente, conclui Marta Abreu:

A decisão de completar a liberalização dos movimentos de capitais eliminou quase por completo a margem de manobra da política monetária, já que as taxas de juro oficiais tinham que passar a ser usadas para assegurar a manutenção do escudo dentro da banda de flutuação do mecanismo cambial (2001, pp. 26)

Nesse contexto, as taxas de juros reais portuguesas entraram em franca trajetória de redução até a posterior adoção ao euro.

Contudo, no segundo semestre de 1992, o mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu passou por um período de grande instabilidade. Entre os motivos desta crise, ressalta-se a sustentação de elevadas taxas de juros por parte da Alemanha desde o início da década de 90 para conter as pressões inflacionárias do processo de reunificação, em oposição ao interesse dos outros países de reduzir suas taxas de juros frente a um contexto generalizado de retração da atividade econômica. Quando da recusa da Noruega a assinar do Tratado da União Européia, em razão do resultado de um referendo popular, algumas moedas do SME que já estavam com seu câmbio muito próximo do limite inferior de suas bandas (como era o caso da Inglaterra, da Itália e da Finlândia) sofreram ataques especulativos de grande magnitude. Em setembro deste ano, por motivo de um destes ataques especulativos, a Grã-Bretanha é forçada a retirar a libra esterlina do SME, no dia que ficou conhecido como Quarta Feira Negra (*Black Wednesday*).

Como resposta a essa crise, as bandas cambiais que eram de mais ou menos 6% foram alargadas para mais ou menos 15% em agosto de 1993. O escudo, por sua vez, após resistir a um ataque especulativo em 1992, sofre duas desvalorizações: a primeira de 6% em novembro de 1992, e a segunda de 6,5% em maio de 1993. Essas desvalorizações foram sobretudo condicionadas pelas desvalorizações da peseta

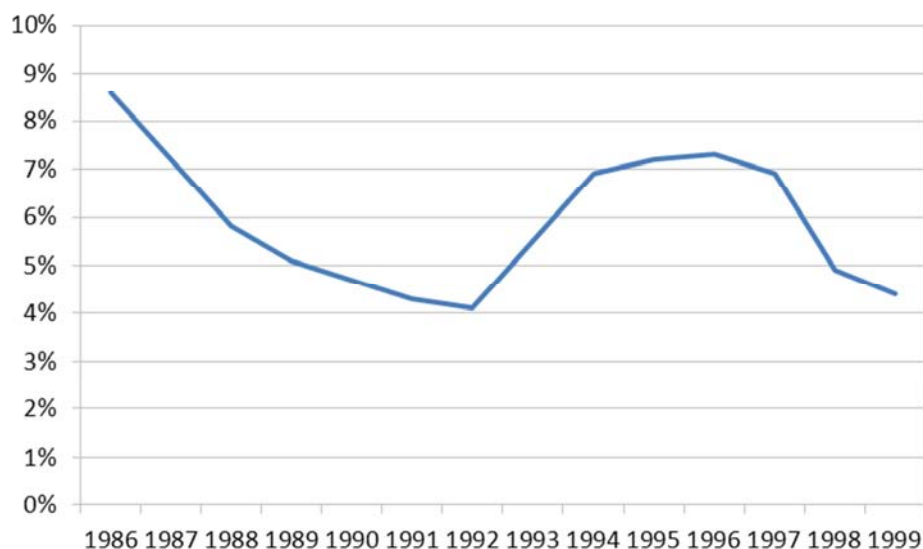
espanhola (de 6% e 8%), que alterariam as condições de competitividade entre os dois países - o que é especialmente importante para Portugal, pois a Espanha é sua principal parceira comercial. Sendo realizadas em um momento em que a economia portuguesa passava por uma desaceleração da atividade produtiva, estas desvalorizações foram especialmente importantes para a retomada do processo de crescimento de Portugal.

Com os impactos da Crise do México, o sistema cambial sofreu novas contestações, de maneira que em 1995, a peseta sofre uma desvalorização de 7%, para ser acompanhada de uma desvalorização de 3,5% do escudo, seu último realinhamento até a adoção ao euro.

Essas desvalorizações, contudo, não impediram a continuação do processo de desinflação em Portugal. Vale anotar que no período a economia portuguesa estava desaquecida.

Ademais, argumenta-se, que o processo de desinflação pelo qual passou a economia portuguesa a partir da adesão à CEE até a formação da União Monetária não teve custos sociais tão elevados, como aqueles que deveriam ser esperados por tal processo. A explicação para isso passa, por um lado, pela influência positiva da dinâmica de preços externa neste processo. A recessão iniciada em Portugal em 1993, fruto da crise no Sistema Monetário Europeu, também pode ser em grande parte explicada pela dinâmica externa, por meio da contenção da demanda externa causada por esta crise que afetou a Europa dos 15 como um todo.

Gráfico 1.10: Taxa de Desemprego (% PEA)



Fonte: Banco Mundial

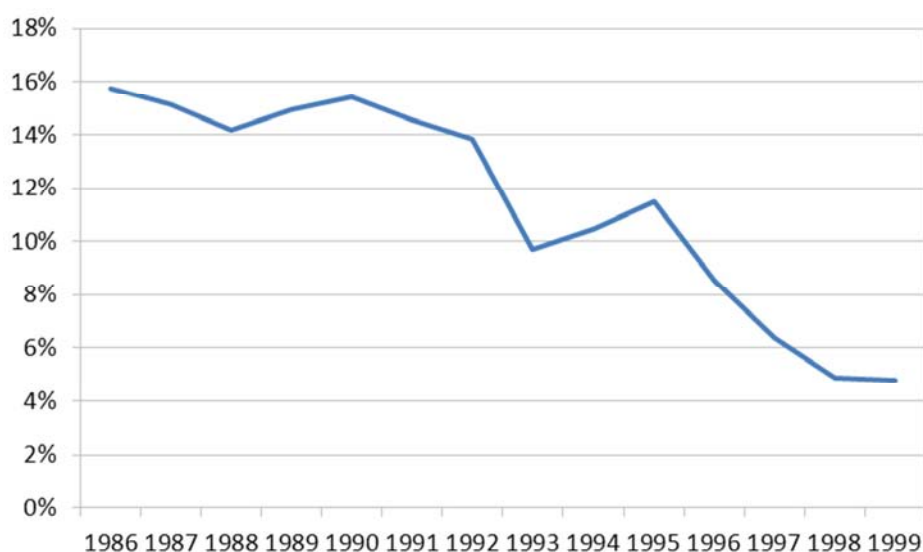
1.3.3 Demais Critérios de Convergência

Como já exposto, o Tratado da Maastricht, assinado em 1992, estabeleceu um conjunto de critérios de convergência que deveriam ser respeitados pelos países membros da UE para que, caso fossem atendidos em 1998, pudesse ser iniciada a nova fase de integração: a união monetária.

Nesse contexto, a redução da inflação em Portugal foi sobretudo bem sucedida por ter atingido a meta estabelecida pelos critérios de Maastricht dentro do prazo estipulado. O câmbio, por sua vez, manteve-se firmemente dentro das bandas do mecanismo cambial europeu, a despeito do período turbulento pelo qual o SME passou em 1992. Dessa forma, atinge-se também o critério de convergência quanto ao câmbio.

O mesmo pode ser dito sobre a taxa de juros do país, que, ainda que estivesse sendo então utilizada sobretudo no controle cambial, conseguiu se reduzir a ponto de atingir sua meta em tempo para poder estar aceder à União Monetária quando da sua criação.

Gráfico 1.11: Taxa de juros segundo critério de Maastricht



Fonte: Banco Mundial

Este também foi o caso do estoque da dívida pública, que o país lusitano conseguiu manter abaixo da meta estipulada de 60% do PIB. Para tanto, observou-se desde 1995 uma trajetória de redução deste estoque de dívida para que ele pudesse chegar ao nível de 50,4% do PIB no ano de 1998. O déficit público, por outro lado, foi a meta que Portugal teve maior dificuldade de alcançar. No ano de 1998, quando os critérios foram conferidos pela primeira vez, Portugal possuía um déficit público de 3,5% de seu PIB, levemente superior à meta estipulada, que era de 3,0% do PIB. O Conselho Europeu, contudo, concedeu a Portugal a possibilidade de participar da terceira fase da União Monetária e Econômica (a adoção da moeda comum) com uma ressalva sobre a necessidade do país reduzir seu déficit. Para tanto, já em 1999, Portugal consegue reduzir seu déficit para 2,7%, atingindo a meta estipulada, ainda que depois de seu prazo.

Tabela 1.9: Déficit Público e Dívida Pública Segundo Critérios de Maastricht

Anos	Déficit Público	Dívida Pública
1995	-5.0	59.2
1996	-4.5	58.3
1997	-3.4	54.4
1998	-3.5	50.4
1999	-2.7	49.6

Fonte: Eurostat

Portanto, com o respeito às metas de convergência (ainda que com ressalvas no caso do déficit público), Portugal, em conjunto com mais 10 países⁵ pôde aceder à União Monetária quando de sua formação, em 1999, iniciando um conjunto de alterações quanto a composição institucional de sua economia responsável por definir em grande medida seu desempenho na década seguinte.

⁵ Além de Portugal, os dez países membros da UE que obedeceram os critérios de Maastricht e optaram por aderir ao euro quando de sua criação eram: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália e Luxemburgo

Capítulo 2: Desenvolvimento como membro da Zona Euro

2.1 Continuidade do processo de integração: Uma década de expansão

A década posterior à criação do euro, período no qual a economia portuguesa será analisada neste capítulo, foi marcada pela expansão das fronteiras da UE. Iniciando o período com 15 países-membros na União Européia, atinge-se a marca de 27 países-membros ao final da década. Destes, 17 utilizam o euro como moeda oficial, quando ao início do processo apenas 11 o faziam.

Do ponto de vista institucional a principal mudança ocorre em 2001. A expansão pretendida no início do século XXI, especificamente em direção aos países do Leste Europeu, estaria comprometida pelo *modus operandi* jurídico da UE. O conjunto de normas jurídicas responsável pela criação e pela condução desta instituição - conhecido como *acquis communautaire* - é encarado por muitos autores como demasiado rígido e extenso. Compartilhando desta visão, Jovanovic (2005, p. 34, tradução do autor) explica: “Meio século de conduta (demasiado) ativista deixou a UE excessivamente regulamentada”.

Por isto, os representantes dos países membros se reuniram em Nice (cidade situada na costa sudeste da França) para formulação de uma emenda aos Tratados de Maastricht (formação da UE) e de Roma (formação da CEE) - o Tratado de Nice, assinado em fevereiro de 2001. Esta emenda, por sua vez, “reformou a estrutura institucional da União Europeia para suportar expansão em direção ao leste” (Em: <http://en.wikipedia.org/wiki/Treaty_of_Nice>. Acessado em 24 de novembro de 2011. Tradução do autor).

O grande sucesso deste tratado foi abrir possibilidades institucionais para a expansão da UE, com a formalização de normas jurídicas que definem as medidas necessárias para a adesão de algum país à UE. No mais, as medidas podem ser sintetizadas como: o reequilíbrio da estrutura de votos do Conselho (dando maior poder aos países maiores) a redução o tamanho de membros da Comissão Européia e retirou o poder de veto dos países membros.

Por outro lado, uma reforma institucional que buscasse combater a rigidez e a complexidade das instituições da UE e do *acquis comunautaire* pareceu passar ao largo deste tratado: criou-se um novo arranjo operacional para o Conselho Europeu

ainda mais complexo que antes, de tal forma que o processo decisório e a contagem dos votos se tornou muito mais difícil (por exemplo, para que uma nova política seja aceita, instalou-se a necessidade os países que votem a favor representem mais de 62% da população total da UE). Em suma, adicionaram obstáculos para se conseguir a maioria de votos necessária para a tomada de alguma decisão, dificultando a tomada de novas medidas e ainda aumentando a burocracia.

Ademais, o Tratado de Nice também foi responsável por alterar a estrutura de poder no bojo da UE, conferindo aos países mais influentes um maior poder nas votações. Segundo Jovanovic: “Em Nice, o equilíbrio de poder foi alterado em direção aos países maiores” (2005, p. 36, tradução do autor); e mais, “[o] Tratado de Nice alterou o sistema de votação na [...] UE, o que complicou e atrasou a introdução de novas políticas e a reação a novos desafios, enquanto facilitou o bloqueio de novas iniciativas” (2005, p. 63, tradução do autor).

Outra mudança ocorre em 2002; o euro passou a circular na forma de moeda manual com a chegada das notas e moedas de euro no primeiro dia do ano.

Finalmente, em 2004, por conta das alterações realizadas no Tratado de Nice, a expansão em direção ao leste pôde se concretizar. Neste ano, dez países da Europa Central e Oriental - quais sejam, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Estônia, Hungria, Letônia, Lituânia, Malta, Polônia e República Tcheca - aderiram à UE, no que foi a sua maior expansão até o presente.

Romênia e Bulgária começam a fazer parte desta instituição em 2007, com mais uma expansão. Dessa forma, a UE atinge a sua dimensão atual, totalizando 27 países membros. Além destes, outros três países apresentaram suas candidaturas, sem ainda possuírem respostas definitivas, são eles: Croácia, Macedônia e a Turquia.

Somente em 2008, a Eslovênia aderiu ao euro. Em 2009, também Chipre e Malta o fizeram. Nos anos de 2009 e 2011, Eslováquia e Estônia, respectivamente, passaram a utilizar o euro como moeda oficial.

Com a adesão destes países à UE e de alguns deles ao euro, a expansão em direção ao leste teve grande impacto sobre a economia portuguesa por conta de seu efeito sobre a competição pelos mercados europeus. De fato, estes países tomaram o espaço em setores que eram muito caros à indústria portuguesa (e.g. automóveis), contribuindo para definir um conjunto mudanças na estrutura produtiva desta economia ao longo do período em análise, bem como seus problemas na balança comercial.

2.2 Indicadores Macroeconômicos

Desde a adesão ao euro, Portugal apresentou uma desaceleração de sua trajetória de crescimento e de convergência frente aos países vizinhos. Isto parece indicar que os efeitos da adesão do país à terceira fase da União Econômica e Monetária foram sobretudo negativos ao crescimento do país, ao menos durante a primeira década do século XXI. Enquanto o crescimento e a convergência tenham se acelerado quando da adesão à CEE; a partir de 1999, quando Portugal adentra a união monetária, este processo de convergência estagnou-se, como pode ser observado na tabela 2.1. De fato, enquanto entre 1986 e 1999 o país convergira aos países mais ricos da OCDE a uma taxa média de 1 p.p. por ano, esta média reduziu-se para quase 0,1 p.p. na década posterior.

Tabela 2.1: PIB per capita português - Variação anual (em %) e razão do PIB per capita da Zona Euro e dos países mais ricos da OCDE

Anos	Variação anual	Zona Euro	Países Mais ricos OCDE
1999	3,6	72,1	65,6
2000	3,4	72,2	65,7
2001	1,3	71,7	66,0
2002	0,0	71,8	66,1
2003	-1,6	71,8	65,3
2004	1,0	70,6	63,3
2005	0,3	72,6	64,9
2006	1,1	72,3	65,5
2007	2,2	72,3	66,0
2008	-0,1	71,8	66,4

Fonte: Banco Mundial

Conforme Luís Aguiar-Conraria, Fernando Alexandre e Manuel Correia de Pinho:

A adesão de Portugal ao euro, em janeiro de 1999, correspondeu a uma mudança de regime econômico e foi provavelmente o mais importante acontecimento na economia portuguesa nas duas últimas décadas. De fato, a partir daquela altura a taxa de câmbio foi fixada irrevogavelmente, perdendo-se assim um mecanismo de correção de potenciais desequilíbrios externos, bem como a possibilidade de utilizar a política monetária para debelar os efeitos negativos de choques que afetassem a

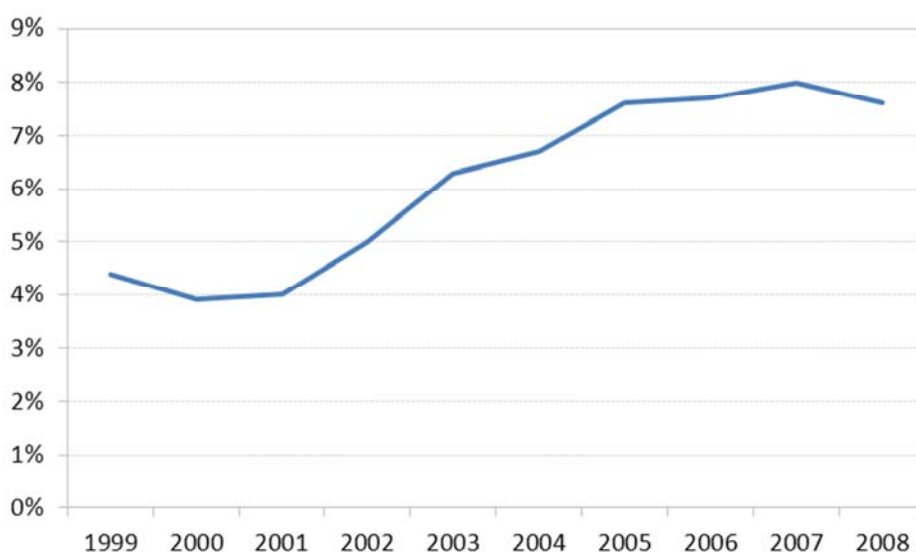
economia portuguesa [...] (Aguiar-Conraria et al., 2010, p. 3)

Nesse contexto, o período de baixo crescimento tem início após uma forte expansão econômica motivada pelo aumento da demanda interna nos anos anteriores à adesão ao euro (ver tabela XX), de tal forma que a economia portuguesa conseguiu atingir a uma taxa de desemprego muito baixa em 1999 (atingindo a marca de 4,4% da PEA) e que foi caracterizada como “pleno emprego” por Leão e Palacio-Vera, 2011, p. 9. Concomitantemente, o déficit em transações correntes do país neste mesmo ano atinge a marca de 8,2% do PIB (composto por um déficit comercial próximo de 12% do PIB, compensando em parte por superávits nas contas de serviços e de transferências unilaterais. Conjugando estes dois fatores⁶, Pedro Leão e Alfonso Palacio-Vera concluem: “[...] não resta dúvida de que, em 1999, a taxa de câmbio real efetiva de Portugal [...] estava bem acima do seu valor de equilíbrio e que Portugal entra na Zona Euro com uma taxa de câmbio real sobrevalorizada” (2011, p. 9, tradução do autor).

Nos anos de 2000 a 2001, a exemplo do período anterior, a demanda interna continuou a crescer, ainda que de maneira mais lenta do que aquela observada entre os anos de 1995 a 1999. Nesse momento, demanda interna ainda foi capaz de resultar em um bom crescimento (atingindo a marca de 3,9% em 2000) e de reduzir o desemprego em 0,4 p.p. entre os anos de 1999 e 2001, atingindo a marca de 4% da força de trabalho. Contudo, isto teve um impacto negativo sobre a inflação, que passou de 2,3% a.a. em 1999 para 4,4% a.a. em 2001, em grande medida por conta da elevação dos salários nominais.

⁶ Para tanto, os autores se valem da afirmação de que, em situação de pleno emprego, o valor da conta corrente serve de indicador sobre possíveis desvios da taxa de câmbio real efetiva. Dessa forma, com a economia em pleno emprego, um déficit em transações correntes indica que a taxa de câmbio real efetiva está de fato sobrevalorizada.

Gráfico 2.1: Desemprego (% PEA)



Fonte: Banco Mundial

O corte adotado nessa seção respeita a adoção do Euro e como visto uma redução da taxa de crescimento de Portugal. Isso se dá, entretanto, apenas a partir de 2001, ou seja, dois anos após a adoção do Euro. Pode-se supor que havia certa inércia dos fatores de crescimento do período anterior. Segundo Blanchard (2006), o período de vigoroso crescimento pelo qual a economia portuguesa passou entre 1995 e 2001 pode ser explicado da seguinte forma:

Com a redução da inflação, a eliminação do risco país e o acesso ao mercado de *bonds* europeus, as taxas nominais de juros portuguesas caíram de 16% em 1992 para 4% em 2001; sobre o mesmo período, as taxas de juros reais declinaram de 6% para cerca 0%. Combinado com as expectativas de que a participação no euro iria conduzir a uma convergência mais rápida e, logo, rápido crescimento para Portugal, o resultado foi um aumento em ambos consumo e investimento. (2006, p. 4, tradução livre)

Nos anos seguintes, porém, a demanda interna não apresentou o mesmo crescimento, praticamente estagnando-se. Além disso, a demanda externa também não apresentou bom desempenho, de maneira que as exportações líquidas não cresceram o suficiente para poder sustentar taxas de crescimento satisfatórias, ainda que a taxa de crescimento das exportações em dólares tenha se elevado durante este período. Por conseguinte, entre os anos de 2002 e 2008, a economia portuguesa apresentou taxas de

crescimento muito baixas (com média de apenas 0,84% a.a.) e um crescimento do desemprego, que passou de 5% em 2002 para 8% em 2007, uma marca que, segundo padrões históricos, é consideravelmente elevada. Segundo Júlio Mota, Luís Lopes e Margarida Antunes:

Portugal, nos últimos 10 anos, atingiu taxas de crescimento do PIB relativamente baixas; entre 2000 e 2007, a taxa média anual não chegou a 1,5%. Essa evolução pode ser explicada pela quebra no investimento, que pode ser avaliável pela redução do seu peso no PIB (desceu cerca de 5 p.p.) e pela política de contenção orçamental, que é estatisticamente mais evidente a partir de 2005. (2010, p. 91)

Na tabela abaixo, evidencia-se a queda brusca da formação bruta de capital fixo a partir de 2001, tendo, a partir de então, somente em 2007 apresentado algum crescimento significativo.

Tabela 2.2: Variação anual dos componentes do PIB

Anos	Consumo privado	Consumo do governo	Investimento	Exportações	Importações
1999	5,3	4,1	7,8	3	8,6
2000	3,7	3,6	3,5	8,4	5,3
2001	1,3	3,3	1,0	1,8	0,9
2002	1,3	2,6	-3,5	1,4	-0,7
2003	-0,2	0,2	-7,4	3,9	-0,9
2004	2,5	2,6	0,2	4	6,7
2005	1,9	3,2	-0,9	2,1	3,5
2006	1,9	-1,4	-0,7	8,7	5,2
2007	1,7	0,0	3,1	7,8	6,1
2008	1,7	1,1	-0,7	-0,5	2,7
2009	-0,8	3,5	-11,1	-11,6	-9,2

Fonte: Banco de Portugal apud Leão e Palacio-Vera (2011)

Apesar do seu fraco crescimento, o consumo interno foi, neste período, o principal responsável pelo crescimento da economia portuguesa. Esta expansão do consumo quando “[...] associada à compra de habitação própria, teve como contrapartida o

aumento do endividamento das famílias [...] uma vez que os rendimentos do trabalho não evoluíram de modo a sustentar essa procura [...]” (Mota et al., p. 91).

Neste ponto, é importante destacar a evolução do endividamento privado português (como pode ser visto na tabela abaixo), que vem se expandindo, em certa medida, desde o início do processo de convergência das taxas de juros portuguesas frente as outras taxas de juros européias, responsável por reduzir significativamente as taxas de juros praticadas em Portugal.

Tabela 2.3: Endividamento do setor privado como proporção da renda

Anos	Endividamento
1995	38
1996	46
1997	55
1998	68
1999	83
2000	91
2001	97
2002	104
2003	110
2004	118
2005	117
2006	124

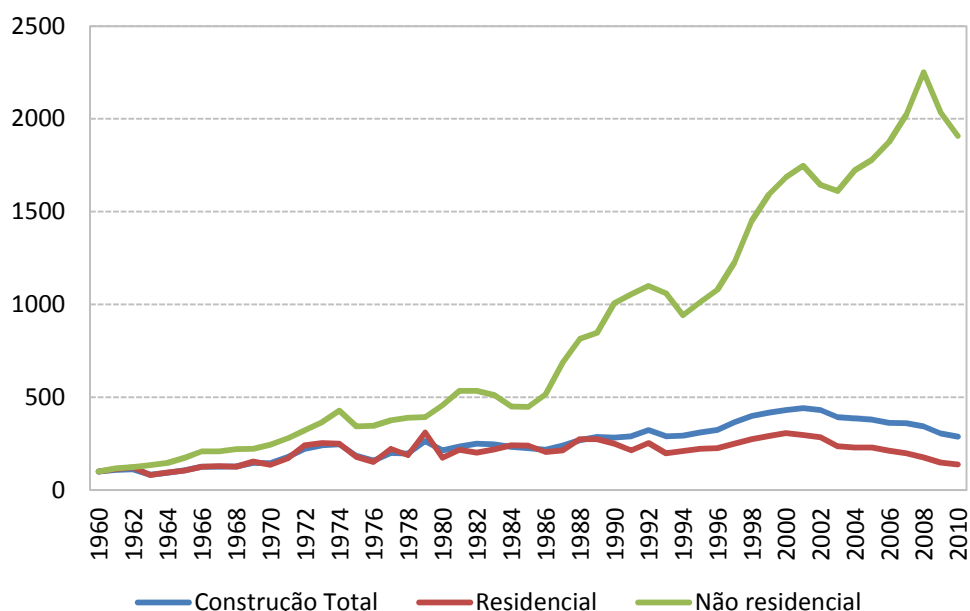
Fonte: Banco de Portugal

A incapacidade de encontrar dados sobre consumo de duráveis deixa a tabela acima sem uma explicação muito clara. Isto porque como mostra o dado relativamente estável, ou ao menos de moderado crescimento, da construção civil residencial, não parece ter sido a compra de unidades residenciais a razão para tal elevação do endividamento privado.

Todavia, têm-se no exacerbado crescimento do investimento em construção não-residencial uma explicação alternativa às apresentadas nas citações anteriores para o crescimento da economia portuguesa. No caso, observa-se um crescimento muito elevado deste tipo de investimento durante os ciclos mais recentes de crescimento da economia portuguesa, indicando que o processo de *catch-up* às maiores economias da Europa pelo qual Portugal passou antes da adesão ao euro se dá, em grande medida, por

conta deste tipo de investimento, com especial destaque para os investimentos em infraestrutura. No mais, este investimento também sofre uma queda em 2001, momento a partir do qual portuguesa reduz seu ritmo de convergência.

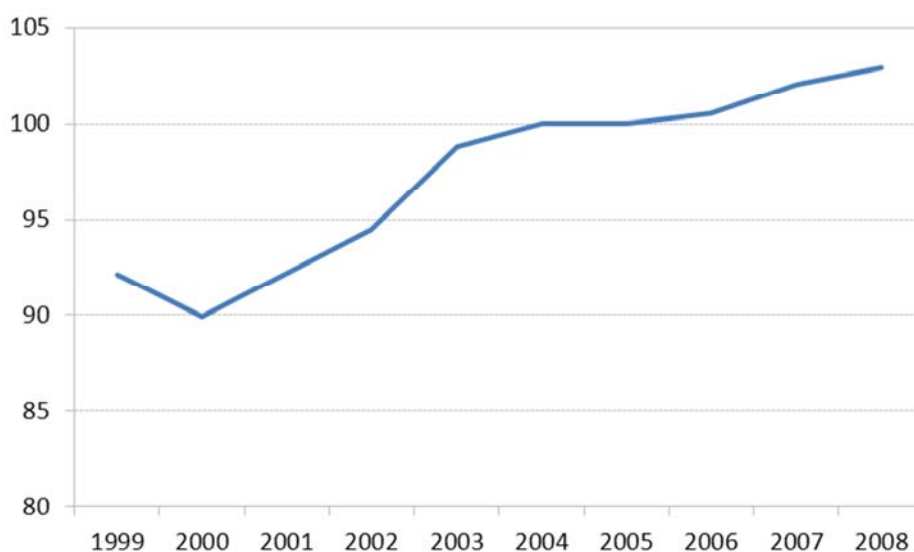
Gráfico 2.2: Evolução do Índice em Construção



Fonte: Ameco

Nesse contexto, e apesar do período de estagnação econômica, o saldo transações correntes português apenas se agravou, passando de um déficit de 8,2% do PIB em 2002 para um déficit no valor 12,6% do PIB em 2008. Conforme Leão e Palacio-Vera: “Este maior déficit em transações correntes a despeito de uma economia doméstica estagnada é uma clara indicação que, ao menos a partir de 2005, a taxa de câmbio real efetiva de Portugal desviou ainda mais de seu valor de equilíbrio do que antes em 1999” (2011, p. 10, tradução do autor).

Gráfico 2.3: Taxa de câmbio real efetiva



Fonte: Banco Mundial

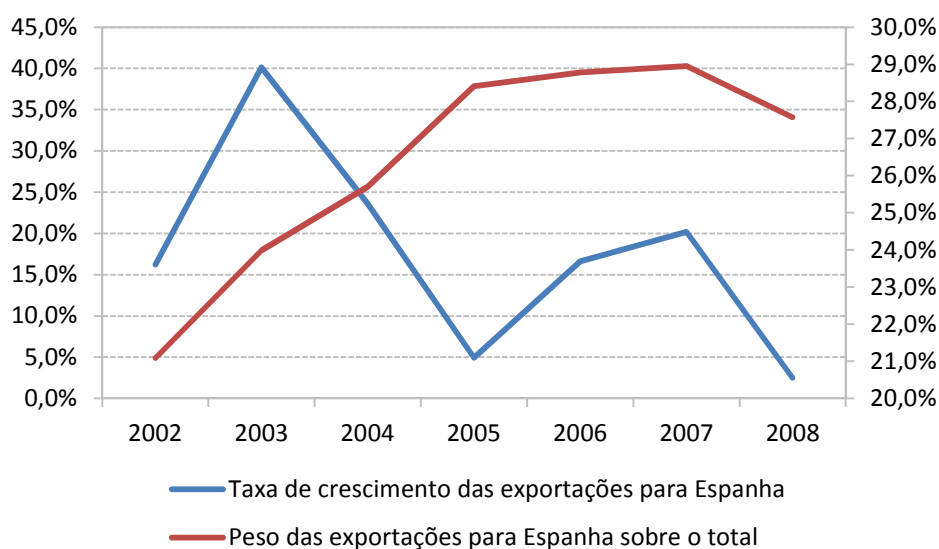
Todavia, apesar da trajetória negativa do saldo de transações correntes, dois fatores afetaram esta conta de maneira positiva, atenuando sua degradação. São eles: a redução do déficit comercial (descontando o setor energético) e a melhora do superávit da conta de serviços.

O déficit comercial sem a conta referente ao setor energético reduziu-se em Portugal de aproximadamente 10%, em 1999, para aproximadamente 7,3 do PIB em 2005-2009 (LEÃO E PALACIO-VERA, 2011, p. 10). Isto, por sua vez, também pode ser explicado por dois fatores. O primeiro deles consiste na própria estagnação da economia, que resultou em um menor crescimento das importações em Portugal. O segundo deles foi um aumento do crescimento das importações por parte de seus principais parceiros comerciais. Dessa forma, a estagnação da demanda portuguesa fez com que as importações crescessem a uma reduzida taxa média anual de 3% entre os anos de 2002-2008, enquanto o aumento da importação por parte de seus parceiros comerciais fez com as exportações portuguesas crescessem a uma taxa um pouco maior, de 3,7% a.a. em média, ao longo do mesmo período.

Neste ponto, destaca-se o acelerado crescimento das importações por parte da Espanha. De fato, no período de 2002 a 2008, a este país aumentou suas importações de origem portuguesa a uma taxa acima da própria taxa de crescimento das exportações totais portuguesas. Ainda que a Espanha já representasse uma parcela significativa do comércio português antes deste momento (e.g. totalizava 18% das exportações

portuguesas no ano da adesão ao euro) aumentou-se ainda mais sua importância de tal modo que em 2007 os espanhóis se responsabilizavam por 29% de todas as exportações portuguesas.

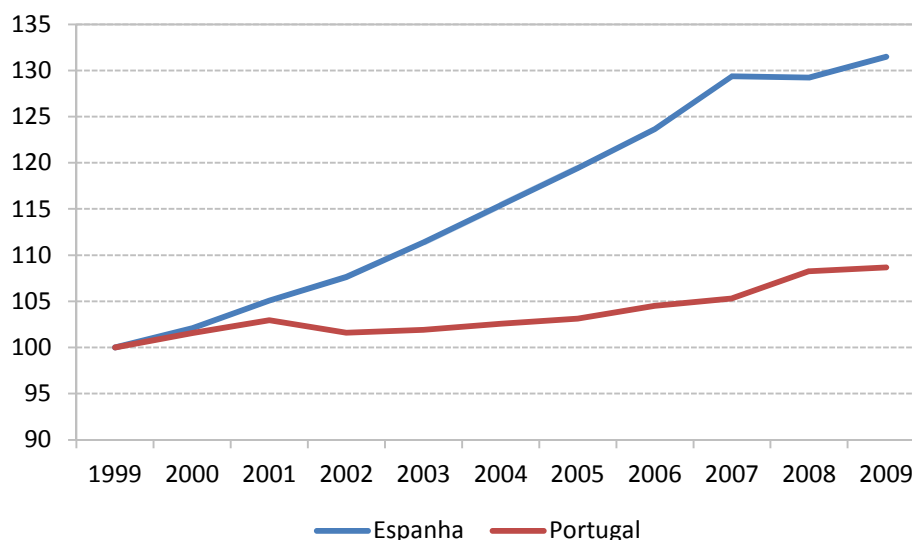
Gráfico 2.4: Taxa de crescimento das exportações para a Espanha (eixo à esquerda) e Peso das exportações para a Espanha no total das exportações (eixo à direita)



Fonte: Comtrade

Isto se deveu, principalmente, a dois fatores diferentes: primeiro, o bom crescimento da economia espanhola neste mesmo período - média em torno de 3% a.a. - implicou em crescimento das exportações totais. Além disso, durante este mesmo período, observou-se em Portugal um crescimento dos produtos manufaturados inferior àquele apresentado na Espanha, o que tornou as exportações portuguesas mais competitivas em relação aos produtos espanhóis.

Gráfico 2.5: Índice do deflator de preços das manufaturas em Portugal e Espanha
(1999=100)



Fonte: Ameco

Esta melhora no déficit comercial (excetuando-se a conta de setores energéticos), contudo, ocorreu a despeito de uma significativa valorização da taxa de câmbio real efetiva portuguesa ao longo deste período. A razão para esta valorização cambial pode ser explicada por uma acentuada expansão dos custos unitários do trabalho em Portugal, resultado de um crescimento dos salários, que ultrapassou os ganhos de produtividade registrados no período, em parte responsável pela elevação da inflação neste período.

Segundo Blanchard, contudo, este processo de elevação dos custos unitários do trabalho já vinha ocorrendo desde o período de maior crescimento da economia, entre os anos de 1995 e 2001:

Com baixo desemprego [até o ano de 2001], o crescimento do salário nominal foi substancialmente superior ao crescimento da produtividade do trabalho, levando a um crescimento dos custos unitários do trabalho maior do que no resto da Área do Euro (uma área que contabiliza por cerca de 70% do comércio português). O resultado do grande crescimento do produto e a redução da competitividade [...] foi um constante aumento do déficit em conta corrente, de cerca de 0% em 1995 para mais de 10% em 2000. (2006, p. 4)

No período posterior, o crescimento da produtividade do trabalho continuou insuficiente. O resultado deste processo foi uma perda de competitividade da indústria

portuguesa relativamente aos seus parceiros comerciais, apesar do aumento das exportações deste país. A tabela 2.3 evidencia a elevação dos custos unitários nominais do trabalho de Portugal em relação à Zona Euro.

Tabela 2.3: Crescimento percentual do Salário Nominal, Produtividade, e Custos Unitários do Trabalho

	2001	2002	2003	2004	2005
Salário Nominal	5.2	3.8	3.2	3.3	3.3
Produtividade	0.2	0.1	-0.7	1.0	0.2
Custos Unitários do Trabalho	5.0	3.7	3.9	2.3	3.1
(Relativamente ao Euro)	2.7	1.6	2.3	1.8	2.4

Fonte: OECD apud Blanchard (2006)

A inflação, por sua vez, também contribuiu para a perda de competitividade das exportações portuguesas frente ao resto da zona euro, uma vez que, na última década, Portugal apresentou uma inflação superior àquela observada na média dos outros países membros da UE.

Esta manutenção de um diferencial inflacionário e de produtividade, contudo, não foi efeito exclusivo da economia portuguesa. Segundo Holger Zemanek, Ansgar Belke e Gunther Schnabl: “A despeito de uma política monetária comum, diferenças estruturais no crescimento dos salários e na inflação entre os países membros da área do euro tem persistido e mesmo aumento nesta área por diversas razões.” (2009, p. 4, tradução livre).

Uma hipótese levantada por alguns autores para o diferencial de inflação se relaciona a convergência do nível de preços de *non tradeables* na Europa. Ainda que as diferenças entre as taxas de inflação estejam menores agora, os preços e salários continuaram a aumentar em diversos países do sul da Europa, apesar da política monetária restritiva praticada pelo Banco Central Europeu. Conforme Zemanek, Belke e Schnabl “Neste contexto, diferenças estruturais na inflação podem ser vistas como resultado da convergência no nível de preços, enquanto alguns países membros da União Monetária e Econômica como a Grécia, Portugal e Eslovênia continuaram o catch-up em termos de produtividade, o bem conhecido efeito Balassa-Samuelson” (p. 4, tradução livre).

Segundo, a estrutura de produção e consumo característica de cada país também afeta a trajetória de suas taxas de inflação. Dentro da Zona Euro, os países têm

diferentes necessidades de importação frente a países fora da união monetária, o que faz com que variações cambiais do euro resultam em impactos diferentes sobre a inflação importada de cada país. Um exemplo para isto é o caso da Irlanda que, como tem grande parcela de seu comércio com a Inglaterra, uma desvalorização do euro frente a libra resultará em maior aumento dos preços das importações na Irlanda do que na Alemanha (Zemanek et al., 2009, p. 4). No caso de Portugal, isto é especialmente importante por motivo da dependência de sua indústria à importação de insumos, em especial energéticos, de modo que uma desvalorização cambial terá impactos maiores sobre a estrutura de custos em Portugal do que, novamente, a Alemanha. Entretanto, ao longo do período analisado neste capítulo o euro apresentou, em linhas gerais, uma trajetória de valorização de tal maneira que, somente a partir de 2008, quando ocorre de fato um processo de desvalorização, este argumento ganha maior relevância.

Zemanek, Belke e Schnabl destacam também, como fator determinante à existência do diferencial inflacionário nos países da Zona Euro. Segundo estes autores:

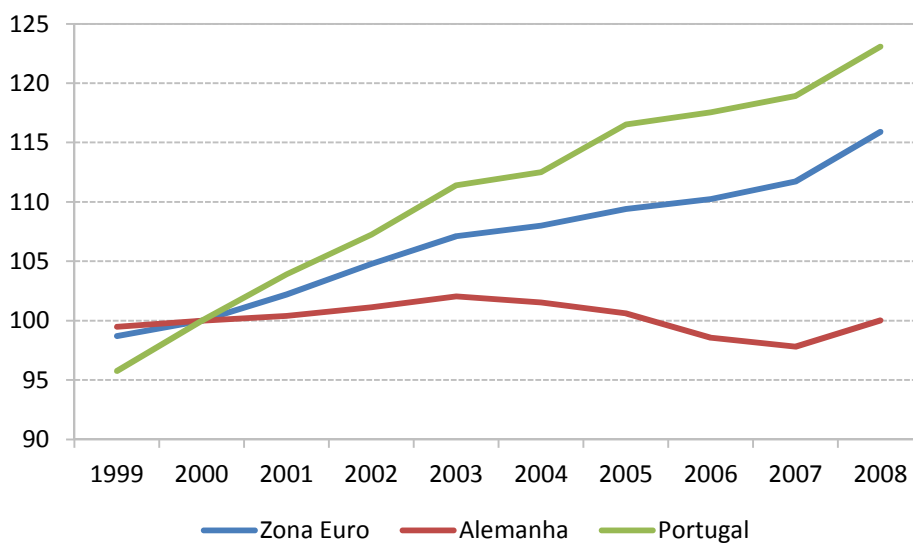
a implementação de uma política monetária comum e seus choques específicos à cada país sobre a taxa real de juros contribuiu para o desenvolvimento de assimetrias econômicas [...]. As taxas de juros declinantes e as persistentes taxas de inflação reduziram a taxa real de juros e aumentaram a demanda em países que possuíam anteriormente alta inflação como a Espanha ou a Irlanda [...]. Em contraste, as taxas reais de juros relativamente altas na Alemanha reduziram a demanda por investimento e mantiveram a inflação baixa. (2009, p. 5)

A despeito desse argumento relativamente convencional da relação investimento e taxa de juros a existência de taxas de juros reais distintas nos diversos países podem ter sido componentes que contribuíram para a bolha imobiliária espanhola e irlandesa e o crescimento do endividamento português. De qualquer forma. Neste último caso seu impacto sobre o consumo não foi tão expressivo.

Por último, mas não menos importante, a própria diferença entre o crescimento da produtividade e dos salários nominais de cada país também trouxe impacto sobre a evolução de sua inflação e de seu diferencial frente aos outros países da Zona Euro. Este fator teve especial impacto sobre Portugal que, como já dito, manteve o crescimento dos salários nominais acima do baixo crescimento da produtividade. Segundo Zemanek, Belke e Schnabl: “Em contraste [ao caso alemão], o crescimento dos salários em Espanha, Itália, Portugal e Grécia permaneceram altos,” (2009, p. 5)

Vale notar, que, como pode ser visto no gráfico abaixo, ocorreu de fato a abertura de um diferencial entre os custos unitários entre Portugal e Alemanha. Durante todo este período, o crescimento nominal dos salários em Portugal foi superior ao crescimento da produtividade, de modo que os custos unitários nominais do trabalho, como apresentado, foram se elevando ao longo da década.

Gráfico 2.5: Índice dos Custos Unitários Nominais do Trabalho entre Área do euro, Alemanha e Portugal (Alemanha 2000 = 100)

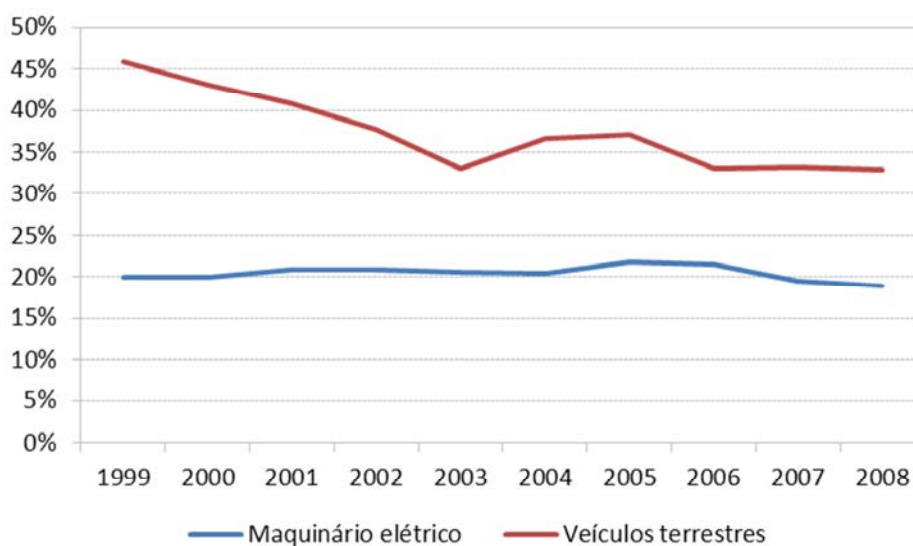


Fonte: Ameco

Todavia, além da perda de competitividade, mais um fator contribuiu para o fraco desempenho da indústria portuguesa desde a adesão ao euro: o aumento da competição no cenário internacional por parte do leste europeu que adentraram a UE durante o século.

No caso, os setores de veículos automotores e máquinas elétricas foram os que mais sofreram ao longo do período em análise. A entrada dos países do leste europeu, que apresentavam salários menores e trabalhadores mais qualificados, segundo Banco de Portugal (2010, pp. 144-145) como citado por Leão e Palácio-Vera (2011, p. 12), deslocou boa parte do IDE em setores de média-alta tecnologia que anteriormente seriam destinados a países do sul da Europa (dentre eles, Portugal).

Gráfico 2.6: Percentual do valor da exportação dos setores de automóveis e maquinário elétrico sobre o total de exportações portuguesas



Fonte: Comtrade

Enquanto o resultado desta entrada dos países do leste europeu na EU tenha sido pior sobre exportações de veículos do que sobre as de maquinário elétrico, os dois setores apresentaram uma grande queda em suas respectivas produções, como pode se observar na tabela 2.4. Ademais, os setores de acessórios de vestuário, têxteis e calçados também apresentaram uma grande queda de sua produção durante a última década. Entretanto, neste último caso, esta queda já vinha se observando antes (como descrito no capítulo 1), por conta da maior abertura às exportações chinesas e de outros países asiáticos que se observou na UE a partir do início dos anos 90.

Tabela 2.4: Índice de produção industrial por setor (2000 = 100)

Anos	Maquinário elétrico	Têxteis	Acessórios de vestuário	Automóveis	Couro, produtos de couro e calçados
1997	89	110	115	120	145
1998	93	108	113	123	131
1999	101	104	105	116	118
2000	100	100	100	100	100
2001	100	101	103	107	98
2002	95	99	94	105	90
2003	83	92	90	98	78
2004	78	86	82	93	72
2005	66	79	74	87	64
2006	60	74	72	91	59
2007	57	71	74	100	56
2008	52	67	67	89	52

Fonte: Industrial Statistics Yearbook 2008

Sem embargo, alguns setores apresentaram um destacado crescimento, a despeito de todos os fatores negativos acima descritos. Este é o caso das indústrias de papel (com destaque para a produção de pasta para papel) e de borracha e produtos plásticos. A indústria de rádio, televisores e aparelhos de comunicação, por sua vez, apresentou um crescimento muito significativo (mais do que triplicando a produção de 2000 em 2008), com destaque para o setor de transmissores de rádio e televisão, que somente entre 2006 e 2007 ganhou mais 23 empresas ligadas, atingindo um total de 120 estabelecimentos.

Tabela 2.5: Índice de produção industrial por setor (2000 = 100)

Anos	Radio, televisão e equipamentos de comunicação	Borracha e produtos plásticos	Minerais não metálicos	Papel e produtos de papel
1997	42	78	89	90
1998	49	82	92	93
1999	71	95	97	94
2000	100	100	100	100
2001	114	106	99	116
2002	115	115	97	125
2003	161	115	91	144
2004	175	118	91	149
2005	207	131	89	150
2006	266	131	88	154
2007	315	145	90	155
2008	355	136	84	156

Fonte: Industrial Statistics Yearbook 2008

A conta de serviços apresentou uma evolução muito favorável no período. Esta evolução também foi responsável por compensar, em parte, a degradação da balança comercial. O motivo principal para esta melhora foi o crescimento das exportações de serviços que superou consideravelmente o crescimento da importação de serviços na mesma época. Com base nisto, Leão e Palacio-Vera concluem: “[...] como resultado da crescente competição com a China em têxteis, vestuário e calçados e com os países do centro e leste europeu em máquinas e automóveis - a especialização em Portugal deslocou-se para a exportação de serviços.” (2010, p. 13, tradução livre).

Destaca-se, entretanto, que este crescimento das exportações de serviços em Portugal não se deveu ao setor historicamente mais caro ao país - o turismo. De fato, o grande crescimento da exportação de serviços “[...] estava associada ao comportamento dos transportes e serviços ‘profissionais’. Estes dois tipos de serviços cresceram a taxas de dois dígitos em 2006-2008, e foram responsáveis por 26,5% e 30% da exportação de serviços, respectivamente [...]” (Leão e Palacio-Vera, 2010, p. 13, tradução livre).

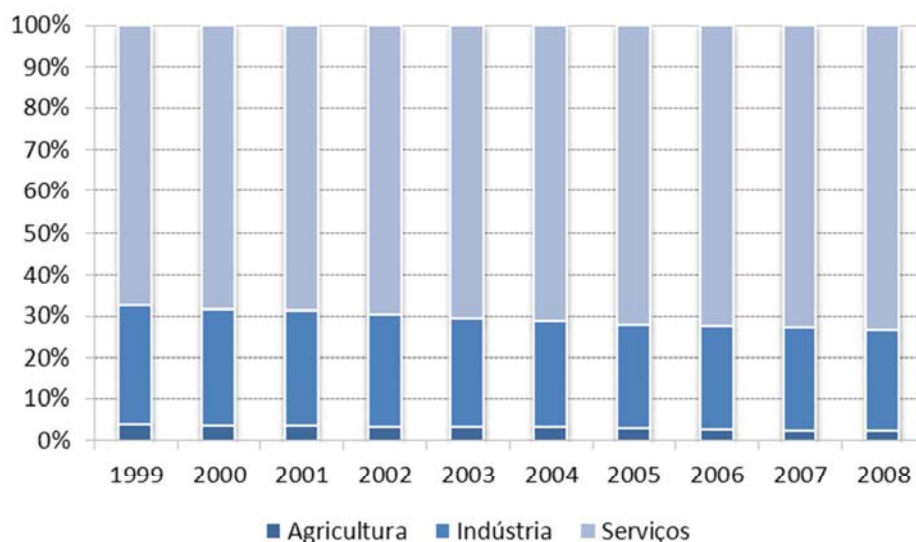
Tabela 2.6: Evolução da exportação e importação de serviços (US\$ correntes)

Anos	Exportação de Serviços	Importação de Serviços	Saldo
1999	9.259.434.773	7.322.915.244	1.936.519.529
2000	9.025.838.684	7.030.701.331	1.995.137.354
2001	9.384.660.711	6.804.392.250	2.580.268.461
2002	10.363.773.394	7.108.896.062	3.254.877.332
2003	12.382.176.723	8.255.988.056	4.126.188.667
2004	14.654.614.615	9.654.237.853	5.000.376.761
2005	15.157.610.491	10.335.230.991	4.822.379.500
2006	18.459.325.801	12.106.797.062	6.352.528.739
2007	23.307.858.831	14.315.484.526	8.992.374.305
2008	26.298.829.266	16.565.785.183	9.733.044.083

Fonte: Banco Mundial

Neste sentido, podemos observar que a participação do setor de serviços na economia continuou a se expandir, à custa de uma significativa redução do peso do valor agregado da indústria no total da economia, que passou de 28,7% do PIB para 24,7%.

Gráfico 2.7: Participação de cada setor no total da economia (% PIB)

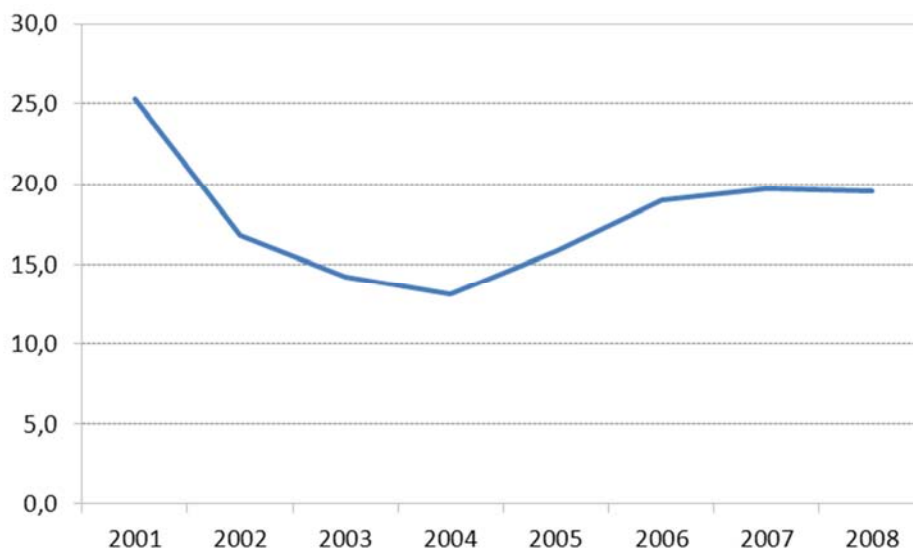


Fonte: Banco Mundial

A despeito da melhora da conta de serviços e do saldo comercial (à exceção do setor energético), o agravamento do déficit em transações comerciais de Portugal pode ser explicado por três fatores distintos. O primeiro deles é a retração das

transferências unilaterais recebidas pelo país, que é historicamente uma de suas mais importantes fontes de divisas.

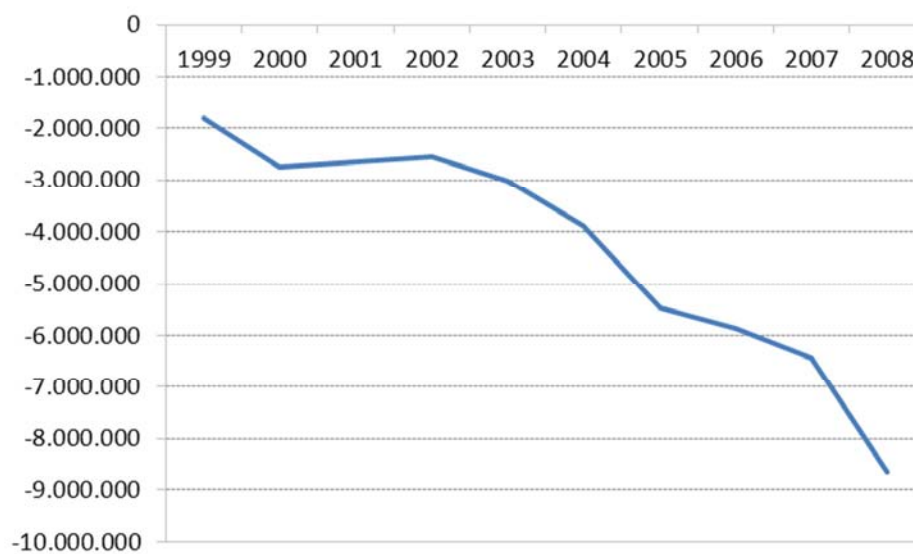
Gráfico 2.8: Evolução do saldo transferências unilaterais em Portugal (milhões de euros)



Fonte: Eurostat

Além disto, o aumento dos preços do petróleo desde 1999 resultou em um considerável aumento do déficit da conta comercial referente ao setor energético.

Gráfico 2.9: Evolução do saldo comercial de petróleo e derivados (US\$ correntes)



Fonte: Comtrade

Por fim, a acumulação de elevados déficits em transações correntes implicou em um grande aumento do estoque de dívida externa líquida. Isto, por sua vez, resultou em um considerável aumento do pagamento de juros ao exterior, deteriorando a conta de rendas.

Tabela 2.7: Evolução da conta de rendas (US\$ correntes)

Anos	Renda recebida do exterior	Rendas enviadas ao exterior	Saldo
1999	4.468.705.521	6.104.582.813	-1.635.877.292
2000	4.806.431.158	7.177.252.977	-2.370.821.819
2001	5.673.349.807	9.126.981.854	-3.453.632.046
2002	4.912.910.652	7.890.957.310	-2.978.046.658
2003	6.637.786.210	9.260.275.073	-2.622.488.863
2004	8.057.727.571	11.747.007.281	-3.689.279.710
2005	9.324.824.799	14.150.830.635	-4.826.005.835
2006	13.593.248.942	21.537.438.746	-7.944.189.804
2007	17.149.093.379	26.781.202.687	-9.632.109.308
2008	18.403.262.321	29.844.873.180	-11.441.610.860

Fonte: Banco Mundial

Além do déficit em transações correntes, Portugal também apresentou déficits públicos elevados. De fato, desde 1999, Portugal apresentou recorrentemente déficits públicos elevados, respeitando a meta de 3% do PIB, como estabelecida pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, apenas em 1999, 2000 e 2002. Ademais, o estoque da dívida pública apresentou uma trajetória de franca expansão, de modo que, à exceção de uma pequena queda entre os anos de 1999 e 2000, apenas se elevou, ultrapassando a meta de 60% do PIB, como proposta pelo PEC, no ano de 2005, para atingir em 2008 a marca de 71,6%. Neste mesmo sentido, Luís Faria argumenta: “O potencial impacto positivo que a redução das taxas de juro poderia ter tido sobre o serviço da dívida pública foi desperdiçado com o aumento da dívida.” (2010, p. 9)

Tabela 2.8: Déficit público e dívida pública com proporção do PIB segundo critérios de Maastricht

Anos	Déficit Público	Dívida Pública
1999	2,7	49,6
2000	2,9	48,5
2001	4,3	51,2
2002	2,9	53,8
2003	3,0	55,9
2004	3,4	57,6
2005	5,9	62,8
2006	4,1	63,9
2007	3,1	68,3
2008	3,6	71,6

Fonte: Eurostat

Em suma, Portugal encontrava-se em uma delicada situação, com baixo crescimento, baixo crescimento da produtividade, grande desemprego e elevados déficits fiscal e de transações correntes. Neste cenário um tanto sombrio, tem início a crise da dívida na zona do euro, responsável por aprofundar ainda mais as deficiências da economia portuguesa

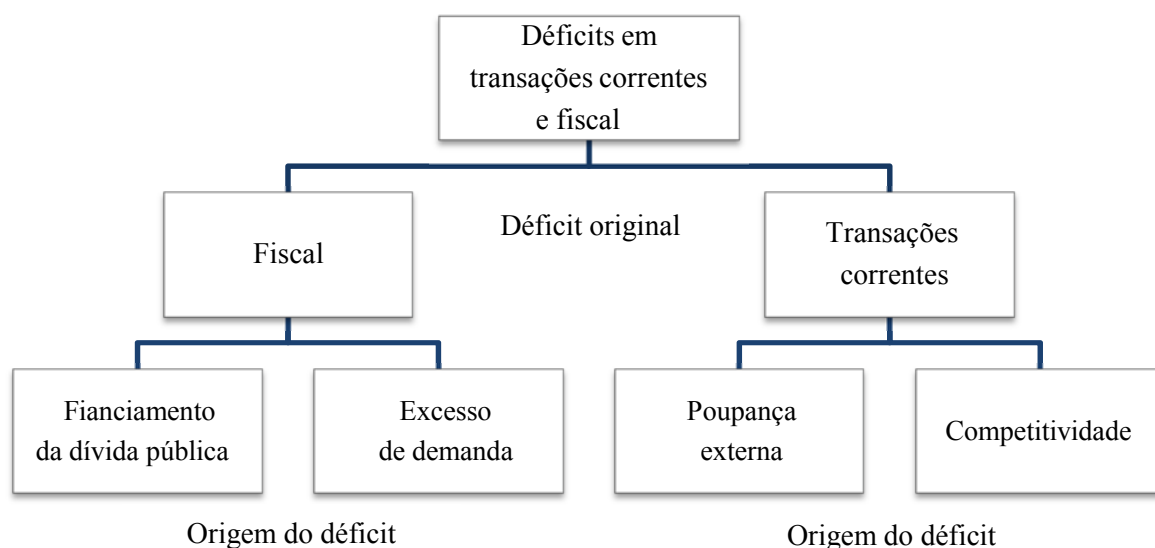
2.3. Interpretações

No capítulo que se segue trataremos dos reflexos da crise mundial e Européia na economia portuguesa. As interpretações gerais para esta crise se concentram na questão fiscal e no problema do déficit em transações correntes. Entretanto, existe uma pergunta que precede tais interpretações: as tensões sejam elas fiscais ou de equilíbrio externo já seriam um problema latente na economia portuguesa ao entrar na União Monetária Européia ou em grande medida são consequência de uma crise se origina fora de Portugal e o atinge como autêntico vítima colateral.

Como os exemplos aqui apresentados alguns autores de corte ortodoxo já identificavam problemas estruturais das duas naturezas em relação à economia portuguesa mesmo antes da eclosão da crise do *subprime*. Ademais, alguns interpretes, como Blanchard e outros associam o suposto problema externo à própria questão fiscal, ou seja o vazamento do excessivo gasto doméstico, ou acima do produto potencial de

pleno emprego estaria gerando um déficit externo. Existem também, outra linha de análise, não totalmente independente desta anterior, que centra seu foco na perda de competitividade externa baseada na combinação elevação dos custos nominais do salário superiores aos ganhos de produtividade e a entrada de Portugal na união monetária com um câmbio desequilibrado. Vale notar que nessa interpretação uma demanda muito forte no mercado de trabalho acaba gerando precisamente tal pressão sobre a dinâmica do salário nominal. Se alguns autores apontavam para o excessivo desequilíbrio fiscal português, tanto em termos de dívida quanto déficit, é preciso reconhecer que a questão específica de seu financiamento só passa a ser relevante após a crise de 2008. Isto segue explicado com maior clareza no diagrama abaixo.

Diagrama 2.1: Interpretações acerca da origem dos déficits na economia portuguesa



Fonte: Elaboração própria

Abaixo, expõem-se alguns exemplos destas interpretações.

Estando no grupo daqueles que usa da excessiva utilização de poupança externa, Faria (2010) interpreta o déficit em transações correntes de Portugal como uma “excessiva absorção interna”, apesar do crescimento extremamente modesto da demanda interna no período que vai de 2000 a 2008. Segundo o autor:

Perante a explosão do consumo, justificava-se uma política orçamental mais restritiva, mas, pelo contrário,

Portugal adoptou uma política expansionista e não implementou as reformas estruturais necessárias para estimular o crescimento económico. [...] Portugal registrou neste período um crescimento económico desequilibrado, baseado num forte consumo que teve de ser sustentado pelas importações, devido à ausência de reformas estruturais que fortalecessem a oferta doméstica. Desta forma agravaram-se os desequilíbrios externos. (2010, pp. 7-9)

Ainda assim, a expressão “explosão do consumo” é de certa forma inconsistente com uma taxa média de crescimento de apenas 1,8% a.a. Nesse sentido, Blanchard (2006) desclassifica o argumento da despoupança privada. Segundo este autor:

O maior crescimento da produtividade do trabalho [esperado quando da adesão ao euro] não se concretizou. Ao contrário, ele quase desapareceu, variando em média 0,2% por ano de 2001 a 2005. O boom de investimentos chegara ao fim. E, por conta do grande acúmulo de dívida e piores expectativas futuras, a poupança das famílias aumentou. (Blanchard, 2006, p. 7, tradução livre)

Contudo, ressalta que: “o aumento da poupança privada foi parcialmente contrabalanceado por um aumento da despoupança pública” (Blanchard, 2006, p. 7). E, com isso, conclui:

Como consequência dos aumentos relativos nos custos unitários do trabalho sobre uma tendência estrutural adversa, o déficit em transações correntes tem aumentado constantemente, alcançando 9,6% em 2006. E ele cada vez mais reflete um grande déficit orçamentário, invés de uma baixa poupança privada ou grande investimento. (2006, p. 8)

Sem embargo, este argumento do autor é um tanto contraditório, uma vez que ele se vale de dois expedientes teóricos dentro de uma mesma interpretação: primeiro, apresenta o impacto da competitividade - ou ausência de - como causador do déficit em transações correntes para depois expô-lo como reflexo tão somente do déficit fiscal.

A despeito de todos os debates acerca destas interpretações, alguns dos fatores que mais dramaticamente atuaram sobre a economia portuguesa durante toda esta década fogem do escopo destas discussões. De fato, o desenvolvimento do setor de serviços, que foi tão importante para o crescimento desta economia, e a súbita valorização dos insumos energéticos, que afetou sobremaneira a balança comercial deste país, não são justificados pelos argumentos e interpretações acerca dos déficits fiscais, do excesso de absorção interna ou mesmo da perda de competitividade. De modo que estes dois pontos chave estão à parte destas discussões.

Capítulo 3: A Crise da Dívida Soberana

3.1 Desenvolvimento e impacto da crise

A crise recente que eclodiu no mercado *Sub-Prime* dos Estados Unidos, se espalhou para todo sistema financeiro mundial e apesar da pronta intervenção do FED e Tesouro americanos teve conseqüências muito drásticas no lado real da economia de vários países. A pronta e abrangente intervenção pública evitou uma situação mais aguda de depressão econômica, mas os indicadores de emprego e de atividade econômica ainda são muito elevados no primeiro caso e modestos no segundo. Poder-se-ia sugerir que no caso dos EUA há certo consenso quanto às causas imediatas da crise: a desregulação e total falta de controle no mercado *sub prime* imobiliário. Entretanto, menor consenso existe tanto sobre se haviam outras tendências macroeconômicas e de organização econômica que levaram a crise bem como a melhor forma de superá-la.

Em relação ao caso europeu pode-se dizer que o nível de consenso analítico é ainda menor. Inicialmente, existe a discussão sobre até que ponto esta foi apenas uma vítima colateral da crise americana ou se já apresentava desequilíbrios latentes que teriam potencializado os efeitos iniciais da crise americana. Especificamente, debate-se também se os problemas eram sistêmicos ou afetavam apenas alguns países como a Espanha e Irlanda, onde supostamente teriam ocorrido bolhas imobiliárias, e a Grécia, onde as finanças públicas estariam em estado de grande fragilidade. Independente das origens da crise na Europa e se essa eclodiria mais cedo ou mais tarde em algum de seus países, as causas de sua propagação e aprofundamento mais de três anos depois também ainda não são consenso. Algumas das hipóteses acerca destas questões têm como eixos, as vezes isoladamente, as vezes em combinação, os seguintes fatores: as dimensões fiscais européias, problemas de desequilíbrio externo, ineficiência e/ou ultra conservadorismo do arranjo institucional europeu e orientação política conservadora dos governos de seus países centrais, a saber: Alemanha e França.

Assim, seria um exercício acima do escopo deste trabalho buscar identificar nessas interpretações a mais consistente, seja de um ponto de vista teórico, seja do ponto de vista empírico. Dessa maneira, procura-se enumerar algumas hipóteses de trabalho que tratam da crise Europeia buscando situar o caso Português nesse quadro maior. Para

tanto, é necessário primeiro descrever o desenrolar desta crise, como é feito nesta próxima seção.

3.1.1 Desenvolvimento da crise

Quando da eclosão da Crise do *Sub-Prime* nos Estados Unidos, muitos países da Zona do Euro sofreram um violento golpe em termos algumas de suas variáveis econômicas centrais. Ainda que uma grande parte do esforço teórico, então, tenha sido no sentido de explicar o agravamento desta crise em alguns países como Itália, Portugal, Irlanda e Espanha por conta de uma má administração dos déficits públicos, Panico (2010) evidencia que a situação fiscal nesses países não se diferenciava muito daquela observada nos países centrais da Zona Euro (nomeadamente, França e Alemanha).

Ainda assim, o estouro da bolha imobiliária nos EUA afetou de forma diferenciada os países europeus em termos de suas principais variáveis macroeconômicas. Para os governos destes países, entretanto, a solução para escapar da crise residiu em políticas anti-cíclicas. Quando associadas a uma retração das receitas por conta da própria recessão, este aumento dos gastos públicos fez com que muitos dos países europeus aumentassem seus déficits públicos neste período.

Entretanto, como dito acima, alguns autores reforçam a questão dos desequilíbrios comerciais entre os países da união Européia. Assim, não obstante a importância da situação no mercado internacional de crédito, o endividamento dos países periféricos da zona do euro, segundo estes autores, foi sobretudo motivado pelos desequilíbrios internos encontrados no seio da União Econômica e Monetária. Como explicam Zemanek, Belke e Schnabl:

(...) após o início da UEM, a balança comercial bilateral na maioria dos países declinou mais rapidamente. Resumidamente, isto espelha o desenvolvimento de desequilíbrios de conta corrente intra-zona-do-euro desde 1999 entre Alemanha como país credor líquido e Espanha, Itália, Portugal, França e Irlanda como países devedores líquidos. (2011, p. 32, tradução livre)

No caso concreto de Portugal, o resultado desta crise do *sub-prime* foi uma elevação do desemprego, que passou 7,6% em 2008, um valor já consideravelmente elevado, para 9,5% da PEA. Os componentes que mais contribuíram para esta queda do PIB foram o investimento (que já vinha em uma trajetória descendente ao longo da

década) e as exportações, por motivo do mau desempenho econômico dos principais parceiros comerciais do país (em especial, a Espanha).

Todavia, outros autores põe em foco a questão do aumento do déficit público. De fato, na tentativa de combater os efeitos adversos desta crise, o governo português (assim como diversos outros governos da UEM) assumiu um conjunto de políticas anti-cíclicas como, por exemplo, políticas de emprego, através do apoio à criação e a manutenção de empregos e o alargamento do período de concessão de subsídio desemprego, atuando também com políticas de apoio às pequenas e médias empresas, além da antecipação da realização de alguns investimentos públicos (Mota et al., 2010, p. 92). Dessa forma, este aumento dos gastos aliado a uma retração das receitas teve como resultado um agravamento do déficit público (que passou de 3,6% do PIB em 2008 para 10,1% em 2009) e da dívida pública (que atingiu a marca de 83% do PIB de 2009, elevando-se em 11,4 p.p. em relação ao ano anterior).

Ainda que o período tenha sido marcado por diversos aspectos negativos, a economia portuguesa teve sorte em um ponto: não ocorreu nesse mesmo período o estouro de alguma bolha imobiliária (ao contrário de países como Irlanda, Espanha, entre outros), que seria capaz de intensificar ainda mais os efeitos negativos da crise. Conforme relatório da Caixa Geral de Depósitos: “A ausência de bolha imobiliária fez de Portugal, a par da Alemanha, um dos países mais resilientes à quebra dos preços das casas resultante da eclosão da crise do mercado norte-americano de crédito hipotecário de alto risco (vulgo *subprime*), da crise financeira e da crise das dívidas soberanas (...)” (2011, p. 12)

Mesmo que anteriormente à crise de 2008, a percepção geral era ainda de que a dívida soberana dos países da UE se mantinha segura, o que podia ser evidenciado pelos baixos prêmios pagos pelas dívidas de economias mais fracas, como da Grécia e de Portugal. Com os desdobramentos da recessão mundial a partir de 2008 e a elevação da dívida soberana, porém, evidenciou-se que estes países estavam em situação mais frágil do que antes era esperado. Nessa ocasião, a percepção por parte do mercado se alterou consideravelmente: os países periféricos do euro apresentavam risco maior do que aquele antes esperado, e esse risco era potencializado pela percepção de que as economias mais fracas da zona do euro não poderiam se valer de políticas monetárias ou cambiais próprias para amenizar os efeitos da crise, uma vez que se faziam parte de uma união monetária.

O resultado foi um aumento substancial das taxas de juros das dívidas desses países, que prejudicou ainda mais a sua capacidade de pagamento da dívida. Segundo António Afonso, Davide Furceri e Pedro Gomes, em uma visão mais fiscalista: “A principal causa destes acontecimentos tem de ser encontrada na maior conscientização dos mercados de capital sobre as fundamentais diferenças macro e fiscais de cada país, notadamente o aumento dos desequilíbrios fiscais no rescaldo da crise.” (2011, p. 4, tradução livre)

Ainda segundo uma visão fiscalista (porém, agora mais voltada às dificuldades de financiamento da dívida soberana), argumenta-se que crise tem início por motivo a percepção das dificuldades que alguns países da zona do euro teriam para efetivamente pagar suas dívidas e a elevação das taxas de juros praticadas pelos mesmos, tem início a crise da dívida soberana. Nesta interpretação, contudo, a crise teve nos elevados níveis de endividamento uma condição necessária, mas não suficiente. Na prática, a perda de confiança na capacidade de pagamento dos países mais endividados da UE foi também necessária para seu desencadeamento.

Sobre esta crise, Reinaldo Gonçalves explica:

A atual crise é, fundamentalmente, financeira e está localizada, principalmente, na Grécia e com risco de atingir, de forma ainda mais aguda, outros países como Portugal, Irlanda e Espanha (...) O problema das graves crises localizadas em países de pouca importância (como Grécia e Portugal) é que o mercado fica operando em contexto de maior incerteza frente aos cenários futuros de intervenção para enfrentar estas crises. (2010, p. 5)

De fato, como previsto por Gonçalves em 2010, na sequência dos acontecimentos na Grécia e na Irlanda, a crise desembarca em Portugal. Porém, como já mostrado, antes mesmo disso ocorrer economia portuguesa se encontrava em uma complicada situação com retração da atividade produtiva, desemprego muito elevado, grandes déficits em transações correntes e nas contas públicas. A crise somente intensificou estes problemas.

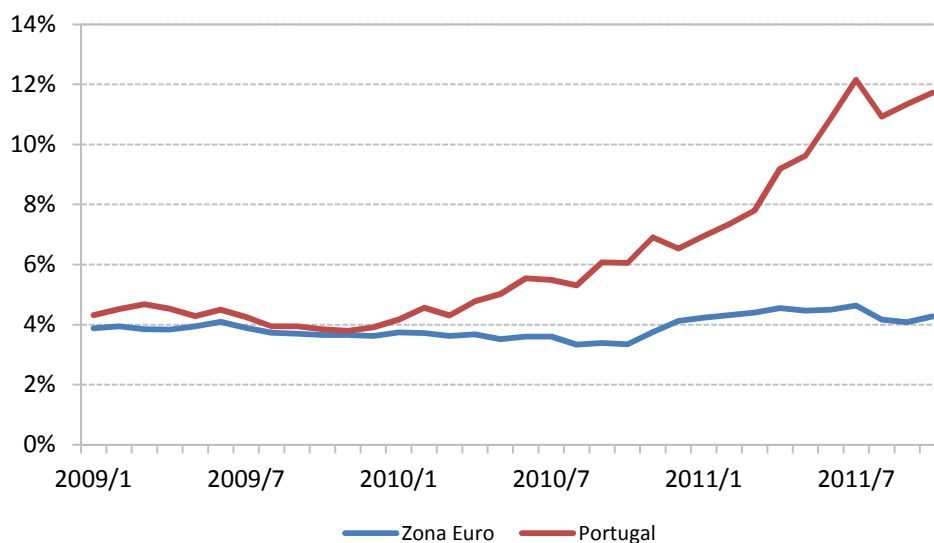
Nesse cenário, a resposta do governo português, novamente seguindo a postura comumente adotada pelos países da zona do euro, veio na forma de uma política de austeridade fiscal. Para isto, o governo apresentou à Comissão Europeia o Pacto de Estabilidade e Crescimento 2010-2013, segundo o qual, propunha-se a redução do déficit público, com a meta de fazê-lo atingir 8,3% do PIB em 2010 (Mota et al., 2010,

p. 92). O intuito era, de certa forma, mostrar que Portugal consegue atingir as condições necessárias para liquidar sua dívida e acalmar o mercado, que já operava em um cenário de maior incerteza por motivo da crise (como posto por Gonçalves), a atribuir aos títulos da dívida portuguesa riscos menores. Porém, o governo não conseguiu cumprir a meta estabelecida para o ano de 2010, obtendo um déficit de 9,8% do PIB.

Com a insuficiência das políticas aplicadas pelo seu governo, Portugal, a exemplo da Grécia e da Irlanda, foi obrigado a pedir por um pacote de resgate aos líderes da UE, tendo seu pedido aprovado em 16 de maio de 2011.

Em acontecimentos mais recentes, as agências de rating Moody's e Fitch rebaixaram Portugal para o nível considerado “lixo” nos dias 6 de julho e 24 de novembro de 2011, respectivamente. Perante a isso, as taxas de juros de juros no país, que já estavam “proibitivamente elevadas” (Cosme, 2011, p. 1), elevaram-se ainda mais.

Gráfico 3.1: Evolução dos juros da dívida portuguesa em relação à média da Zona Euro



Fonte: Eurostat

3.1.2 Impactos da crise

Perante o cenário de recessão mundial motivado pela deflagração da crise de 2008, Portugal não conseguiu escapar a uma recessão de grandes proporções. Todavia, a

queda do PIB não foi ainda muito significativa no ano de 2008, quando que esta variável cai apenas 0,08%. A recessão de maiores proporções ocorreu somente em 2009, quando se observa uma queda de 2,5% do PIB.

Um dos argumentos principais que se põe sobre o desenvolvimento da posterior crise da dívida centra seus argumentos sobre o “mau comportamento” dos governos frente à administração das finanças públicas nos países que foram mais atingidos. Com base neste argumento, diz-se que, por conta das estratégias anti-cíclicas de combate à crise de 2008, países europeus como Portugal, Espanha, Grécia, Itália e Irlanda elevaram ainda mais o déficit público e a razão da dívida pública como porcentagem do produto.

Todavia, alguns pontos devem ser destacados quanto à esta interpretação. Primeiramente, destaca-se que, desde a adesão ao euro até a deflagração da crise de 2008, Portugal apresentava taxas de endividamento público muito semelhantes àquelas encontradas em países ditos possuidores de melhor administração das finanças públicas, entre eles Alemanha e França. Os casos da Espanha e da Irlanda ainda são mais surpreendentes, porque estes países apresentavam taxas de endividamento consideravelmente inferiores àquelas encontradas nos países em que se considerava haver melhor administração das finanças públicas.

Tabela 3.1: Dívida Pública como Razão do PIB

	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemanha	55.6	60.9	59.7	58.8	60.3	63.8	65.6	68.0	67.6	65.0
Grécia	97.0	100.3	101.8	102.9	101.5	97.3	98.6	100.1	97.1	95.6
Espanha	62.7	61.5	59.2	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.1
Irlanda	81.1	48.2	37.7	35.5	32.2	31.0	29.4	27.6	25.0	25.1
Portugal	61.0	51.4	50.4	52.9	55.5	56.9	58.3	63.6	64.7	63.6
Itália	121.5	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.8	105.8	106.5	103.5
França	55.5	58.8	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	63.8

Fonte: Comissão Europeia apud Panico (2010)

No mais, ao observar a evolução do déficit público anual destes países desde a adesão ao euro até o ano antes à deflagração da crise, nota-se que Portugal, por exemplo, não se encontrava de todo muito distante de outros países como a Alemanha. Nesse período, a Alemanha apresentou déficit público acima do limite de 3% em 3 ocasiões distintas, enquanto Portugal o fez apenas uma vez a mais.

Tabela 3.2 Déficit (+) e Superávit (-) Público como Razão do PIB (Em amarelo descumprimento do limite de 3% estipulado pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento)

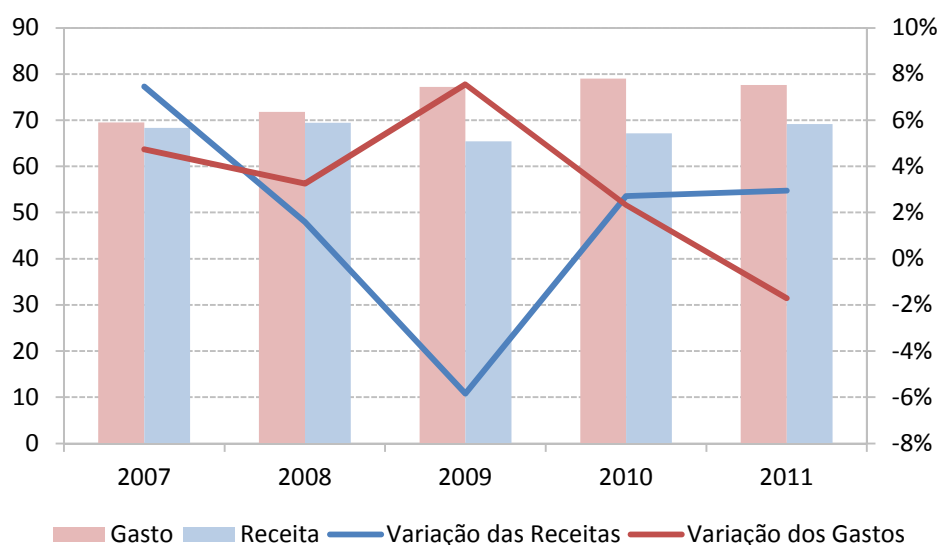
	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemanha	3.2	1.5	1.3	2.8	3.7	4.0	3.8	3.3	1.8	-0.2
Grécia	9.1	3.1	3.7	4.5	4.8	5.6	7.5	5.2	2.9	3.7
Espanha	6.5	1.4	1.0	0.6	0.5	0.2	0.3	-1.0	-2.0	-1.9
Irlanda	2.1	-2.7	-4.8	-0.9	0.4	-0.4	-1.4	-1.7	-3.0	-0.3
Portugal	5.0	2.8	2.9	4.3	2.8	2.9	3.4	6.1	3.9	2.6
Itália	7.4	1.7	0.8	3.1	2.9	3.5	3.5	4.3	3.3	1.5
França	5.5	1.8	1.5	1.5	3.1	4.1	3.6	2.9	2.3	2.7

Fonte: Comissão Europeia apud Panico (2010)

Entretanto, o déficit público em Portugal de fato se agravou consideravelmente por conta dos efeitos da crise de 2008. Neste ponto, diversos fatores contribuíram para esta queda: primeiro, de fato o governo português elevou seus gastos no ano de maior recessão por motivo da crise. Entretanto, a arrecadação apresentou uma queda superior a já citada elevação do gasto público. Para tanto, a própria recessão pela qual passou a economia foi responsável por esta abrupta queda na arrecadação do governo.

Ademais, a elevação do déficit público medido como proporção do PIB durante este período (atingindo 10,1% do PIB, segundo os critérios de Maastricht, em 2009) pode ser, em certa medida, atribuída à queda no denominador, uma vez que o PIB apresentou uma queda considerável de 2,5% nesse mesmo ano.

Gráfico 3.2: Evolução dos Gastos e Receitas Totais (eixo à esquerda, em milhões de euros) e suas Respectivas Variações (eixo à direita)



Fonte: Ameco

Quanto ao endividamento público, observa-se uma grande elevação, seja em níveis absolutos, seja como proporção do PIB, após os impactos da crise de 2008. Novamente, o ano de 2009 é aquele que apresenta maior variação. Contudo, cabe-se destacar, novamente, que alguma parcela da elevação da razão dívida pública/PIB pode ser explicada por conta da acentuada redução do denominador.

Tabela 3.3: Evolução da Dívida Pública Total e da Dívida Pública como razão do PIB

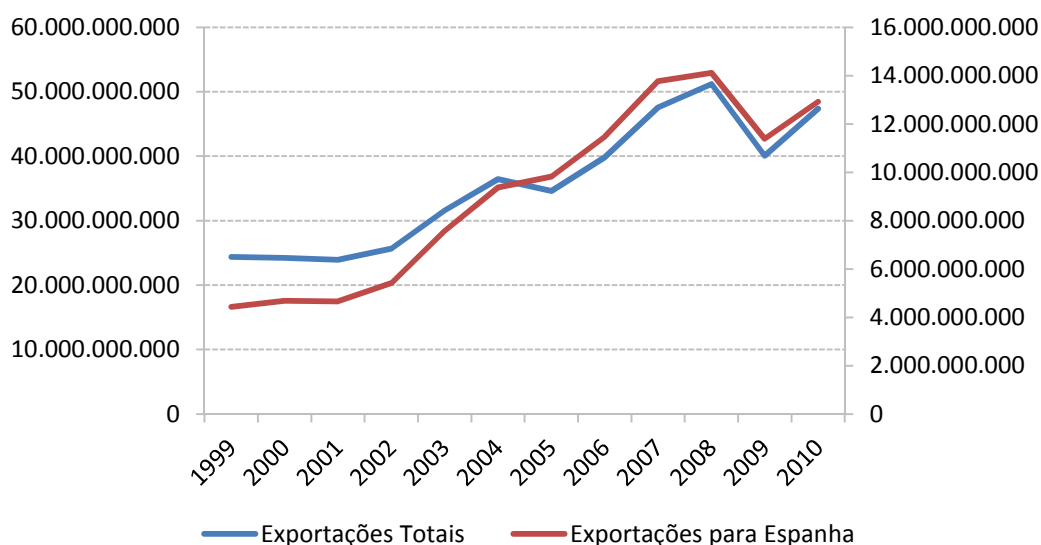
Anos	Dívida Total	Variação	Dívida/PIB	Variação
1999	58.657	N.D.	49,6%	N.D.
2000	61.569	5,0%	48,5%	-2,2%
2001	68.672	11,5%	51,2%	5,6%
2002	75.456	9,9%	53,8%	5,1%
2003	79.914	5,9%	55,9%	3,9%
2004	85.794	7,4%	57,6%	3,0%
2005	96.469	12,4%	62,8%	9,0%
2006	102.441	6,2%	63,9%	1,8%
2007	115.587	12,8%	68,3%	6,9%
2008	123.108	6,5%	71,6%	4,8%
2009	139.945	13,7%	83,0%	15,9%
2010	161.257	15,2%	93,3%	12,4%

Fonte: Ameco para Dívida Total e Eurostat para Dívida/PIB

Além disto, mais um fator contribuiu para a elevação da dívida pública. No caso, a política praticada pelo Banco Central Europeu de não adquirir os títulos de dívida pública emitidos por países da Zona Euro comprometeu sobremaneira a capacidade do governo português de financiar sua dívida o que, associado à elevação dos juros pagos pela dívida portuguesa (especialmente a partir de 2010), comprometeu ainda mais o endividamento público.

Por fim, mostra-se que, por conta da recessão mundial, Portugal também apresentou um agravamento da situação referente ao comércio externo. Enquanto as exportações portuguesas mostraram uma trajetória de crescimento ao longo desta última década (em grande medida, por conta da expansão das importações por parte da Espanha), em 2009 apresentaram uma queda em torno de 22%, atingindo valores próximos daqueles observados em 2006. Novamente, o desempenho da economia espanhola foi sobremaneira importante, pois, com a recessão econômica observada neste país, as exportações de Portugal com destino à Espanha se reduziram em 19% em 2009, o que é extremamente importante, levando em conta que a Espanha respondia por 28% das exportações portuguesas.

Gráfico 3.3: Exportações Totais (eixo à esquerda) e Exportações para Espanha (eixo à direita), em euros correntes



Fonte: Comtrade

3.2 Estratégias de saída

Dado este quadro sombrio em que se encontra a economia portuguesa, resta um conjunto de opções estratégicas para retomada do crescimento no país. Contudo, cada uma destas diferentes estratégias impõe dificuldades e custos próprios. Nesta seção, apresentar-se-á algumas das principais soluções propostas pela literatura atual, de acordo com a classificação apresentada no capítulo anterior.

3.2.1 Pelo lado Fiscal

Conforme interpretação proposta por Blanchard, o déficit em transações correntes português refletiria “cada vez mais reflete um grande déficit orçamentário, invés de uma baixa poupança privada ou grande investimento.” (2006, p. 8). Neste sentido, caberia ao governo português reduzir o seu elevado déficit orçamentário.

Segundo esta corrente, os elevados déficits em transações correntes e, consequentemente, as dificuldades atualmente apresentadas pela economia portuguesa, são, sobretudo, motivadas pelo excesso de demanda reflexo, pois, dos recorrentes déficits públicos apresentados pelo país ao longo da década.

Dentro desta visão, o governo português tem necessidade de conter suas despesas e/ou elevar sua arrecadação, até mesmo por estar atualmente pressionado pelo aumento do spread da dívida pública, que atinge proporções alarmantes. E de fato, o governo português apresentou um programa de redução do déficit orçamentário de 9,4% em 2009 em 3% até 2012 (Leão e Palacio-Vera, 2011).

Sendo assim, os efeitos esperados deste aumento da poupança pública, além da óbvia redução do déficit público, seriam equivalentes àqueles esperados por um aumento da poupança privada, ou seja, redução do déficit em transações correntes associados a queda da taxa de crescimento produto e ampliação do desemprego.⁷

Por outro lado, com base na idéia de que os atuais problemas portugueses são causados pela dificuldade do financiamento da dívida pública, foi elaborada a proposta de criação de uma união fiscal na zona do euro. Ao contrário de um aumento da poupança pública somente em Portugal, esta proposta resultaria em uma consolidação da política fiscal que afetaria todos os países que utilizam o euro igualmente.

Segundo Luís Faria, os aspectos positivos da consolidação fiscal sobre as expectativas dos agentes seriam de tal forma eficientes que se evitariam os efeitos recessivos apresentados por uma política fiscal restritiva apenas em Portugal. Conforme este autor:

Os efeitos positivos podem sentir-se se os agentes virem esta consolidação como uma mudança de paradigma para um regime que afaste a necessidade de ajustamentos futuros ainda maiores e, possivelmente, mais perturbadores. Ou seja, se a política económica for credível e consistente. [...] Se uma consolidação drástica e decisiva fosse implementada, a credibilidade internacional de Portugal reflectir-se-ia na redução do prémio de risco associado à dívida e, desta forma, as taxas de juro reais podiam baixar com o consequente aumento do investimento. (2010, p. 15)

Neste sentido, Blanchard argumenta:

⁷ Se a redução do déficit público tem como objetivo o retorno ao equilíbrio de pleno emprego essa taxa de desemprego não poderia permanecer por muito tempo. O autor ao tratar da questão da competitividade, citado à frente, avança na explicação de que esse novo estado de equilíbrio de pleno emprego seria alcançado com a redução na remuneração dos fatores, ou especificamente do salário real.

Enquanto existam circunstâncias nas quais uma consolidação fiscal possa aumentar a demanda no curto prazo, eu não acredito que esse seja o caso de Portugal hoje em dia. O principal canal pelo qual a consolidação fiscal pode aumentar a demanda no curto prazo é através de uma redução dramática na taxa real de juros. Este não seria o caso para Portugal, pois como a taxa de juros nominal é definida para a área do euro como um todo, e há, no momento, apenas um prêmio de risco negligenciável nos para os *bonds* portugueses. (2006, p. 11)

Contudo, o seu texto foi escrito em 2006, antes da crise da dívida soberana tomar conta da economia portuguesa. Com os elevados prêmios de risco pagos pelos títulos da dívida portuguesa atualmente, o seu argumento parece apenas favorecer a proposição de uma consolidação fiscal na zona do euro como estratégia de escape à crise.

3.2.2 Pelo lado das transações correntes

Segundo Leão e Palacio-Vera: “[...] o aumento do déficit em conta corrente de Portugal foi expressão de um declínio maior da poupança em relação ao investimento: 9 por cento versus 5,3 por cento do PIB [no período entre 1999 e 2008]” (2011, p. 14). Esta interpretação, por vez, sugere que a origem das dificuldades da economia portuguesa que a conduziram em direção à crise da dívida reside na excessiva utilização de poupança externa. Desse modo, bastaria um aumento da taxa de poupança privada para resolver os atuais problemas da economia portuguesa e, assim, retirá-la da atual crise. Para tanto, este aumento da taxa de poupança seria responsável por reduzir o consumo, que, por sua vez, reduziria as importações e, por fim, resultaria em diminuição do déficit em transações correntes.

Sem embargo, um aumento na taxa de poupança tem, por outro lado, efeitos adversos. Este processo resultaria, primeiramente, por motivo da redução do consumo e, portanto das vendas, em uma maior redução do investimento, que já está em níveis reconhecidamente baixos. Ademais, um aumento da taxa de poupança, através da subsequente contenção da demanda observada pelas empresas, implicaria em aumento do - já elevado - desemprego no país.

Aqueles que defendem esta interpretação de certo modo se aproximam daqueles que defendem o excesso de demanda gerado pelo déficit fiscal como motivado principal ao desencadeamento da crise da dívida soberana no sentido em que ambos os casos a excessiva absorção interna é que deve ser reduzida, a fim de retomar, eventualmente, a trajetória de crescimento.

Por outro lado, outros autores defendem que a crescente heterogeneidade entre os países do centro e da periferia da UEM é explicada em pela contínua perda de competitividade dos países do Mediterrâneo em relação à Alemanha desde 1999. A formação dos grandes déficits em transações correntes e, com o financiamento destes, do alto nível de endividamento de Portugal são implicações diretas desta relativa perda de competitividade.

Ao elevar a competitividade da produção portuguesa, um dos efeitos esperados seria um aumento das exportações líquidas. Este efeito, por sua vez, implicaria em aumento do produto interno, além de trazer duas consequências importantes para a situação atual da economia portuguesa: primeiro, com o aumento do produto, elevar-se-ia a poupança privada, reduzindo o déficit privado; segundo, esta elevação do produto resultaria em maior arrecadação tributária por parte do Estado (ainda que as alíquotas dos tributos sejam mantidas constantes), o que reduziria o déficit público. O resultado, portanto, de um aumento da competitividade, ao afetar as exportações líquidas, seria responsável por uma redução do desemprego (maior crescimento) e redução dos déficits que afligem a economia portuguesa.

No caso específico de uma união monetária (em que a taxa de câmbio real depende unicamente de variações nos preços relativos), um país com baixa competitividade precisa de uma depreciação real e, portanto, de uma deflação do seu nível geral de preços em termos relativos para recuperar a competitividade.

Neste sentido, Blanchard argumenta que a economia portuguesa, a fim de recuperar sua competitividade, passará por um processo por ele denominado de “desinflação competitiva” (*competitive disinflation*, no original), definido como: “um período de elevadas taxas de desemprego, levando a um menor crescimento nominal dos salários até que custos unitários do trabalho relativos tenham caído, a competitividade tenha aumentado, o déficit em conta corrente reduzido e tanto demanda e oferta tenham se recuperado” (Blanchard, 2006, p. 8, tradução livre).

Todavia, a velocidade do processo de ajustamento e do nível de desemprego irá depender do grau de rigidez dos salários no país (Zemanek et al., 2009, p. 3). Isto parece

ser algo preocupante uma vez que: “Portugal é [...] um caso extremo protecção ao emprego e ao desemprego e de rigidez nominal dos salários” (Portugal, 2011, p. 3).

Nessa interpretação, caberia ao sistema legislativo português, em grande medida, a culpa pela existência deste alto grau de rigidez dos salários no país. Por exemplo, segundo Art. 129, §1º, alínea d do Código do Trabalho de 2009, é proibido ao empregador diminuir a retribuição, salvo nos casos previstos neste Código ou em outro instrumento de regulamentação coletiva de trabalho.

A despeito da rigidez do mercado de trabalho, o custoso processo de ajustamento implícito poderia ser aliviado por meio de um aumento do crescimento da produtividade no país, caso este não fosse totalmente refletido em aumento dos salários. Este maior crescimento da produtividade por si só já é interessante ao país, segundo uma análise de convencional, por resultar em maior crescimento do PIB per capita, mas seria especialmente interessante na atual conjuntura que se encontra Portugal ao beneficiar a competitividade das exportações do país, dando um incentivo às exportações líquidas. Vale anotar que nesse caso esse ganho de produtividade só se tornaria em ganho efetivo da competitividade das exportações caso revertisse numa trajetória da inflação em Portugal inferior àquela dos seus principais parceiros comerciais.

Para atingir este maior crescimento da produtividade, os autores ortodoxos recorrem ao arsenal convencional de reformas institucionais: reformas educacionais, melhoria dos sistemas judicial e legislativo (com especial destaque para as normas referentes ao mercado de trabalho), entre outras opções.

Contudo, Blanchard declara que “Mesmo com reformas dramáticas, é improvável que o crescimento da produtividade aumente da noite para o dia.” (2006, p. 10), de modo que a maneira mais rápida para recuperar a competitividade é justamente a contenção dos salários nominais.

Entretanto, na última década observou-se na média dos países membros da UE um crescimento muito baixo dos salários nominais, de apenas 2,4% a.a.. Se esta tendência se mantiver ao longo dos próximos anos, e caso Portugal consiga obter um crescimento nulo dos salários nominais na próxima década (que já seria um esforço surpreendente), seu ganho de competitividade seria de apenas 2,4% a.a., de maneira que o país teria de passar por quase uma década de elevado desemprego para o que ajuste seja efetivamente realizado, a ponto de reduzir os déficits em transações correntes e reapresentar taxas de crescimento consideráveis.

3.2.3 Abandonar o euro

Sabendo da necessidade de reduzir os salários nominais para que a economia portuguesa possa recuperar sua trajetória de crescimento, Pedro Cosme, entre outros, propõem que Portugal se retire da UEM e volte a utilizar o escudo para, por meio de uma desvalorização de sua moeda nacional, reduzir os custos deste processo de recuperação. Segundo Cosme: “Seja qual for o caminho adoptado, antevejo que nos próximos 10 anos o nosso rendimento disponível vai diminuir em mais de 25%. No entanto, se sairmos da zona Euro, a recuperação será mais rápida e resistente às más decisões dos eleitores.” (2011, p. 18)

Por outro lado, argumenta-se tal estratégia apresenta custos muito elevados, como por exemplo, uma saída maciça de capitais, perda de liquidez frente ao cenário internacional, diminuição da capacidade de movimentação de pessoas e capitais etc. Conforme Blanchard: “[...] acredito que uma saída unilateral do euro teria custos de interrupção que superariam em muito qualquer ganho de competitividade que poderia ser obtido desta forma.” (2006, p. 19)

Ainda assim, Cosme argumenta:

Mas eu tenho uma proposta diferente: sair por um processo inverso ao processo de entrada na Zona Euro. Com esta ideia em mente, vou propor um roteiro para Portugal sair da Zona Euro e a introdução do Escudo que permite, por um lado, a descida relativamente ao exterior dos custos do trabalho e dos preços e, por outro lado, evitar o pânico e manter a liberdade de movimentação de capitais, de pessoas e de bens. (2011, p. 13)

Para este autor, o custo que se pensa vir a causado por uma desvalorização do euro frente ao escudo (ou qualquer outra moeda nacional possa vir a ser utilizada em Portugal) já aconteceu devido às altas taxas de juros que são observadas atualmente.

Conclusão

Entre as diferentes análises que possam ser feitas acerca da situação de Portugal ao início da segunda década do século XXI, todas apontam para alguma solução um tanto custosa - seja na forma de ajustes fiscais, aumento da poupança interna, deflação ou ajustes salariais. O consenso da literatura corrente reside somente na constatação de que a economia portuguesa se encontra em uma situação deveras delicada.

Todavia, a economia portuguesa nem sempre se encontrou em um contexto tão dramático. Pelo contrário, quando da adesão à extinta Comunidade Econômica Européia, ela passou por um longo período de crescimento. As transferências unilaterais enviadas pela CEE (e, posteriormente, pela UE) durante este período permitiram, portanto, que Portugal realizasse um *catch-up* frente aos países mais ricos do continente europeu, promovido, sobretudo, pelo investimento público em infra-estrutura e o desenvolvimento de serviços mais modernos.

Ademais, por conta da necessidade de convergência nominal frente aos países que pretendiam também formar a Zona Euro, Portugal apresentou, a partir de 1992, um destacado processo de desinflação associado a uma queda acentuada dos juros. O câmbio, a despeito de três desvalorizações (duas em 1992 e uma em 1995) por motivo das dificuldades pelas quais passou o Sistema Monetário Europeu, apresentou uma trajetória de valorização até o momento da adoção ao euro.

Durante os primeiros anos da adoção ao euro, a economia portuguesa ainda foi capaz de manter um bom ritmo de crescimento. Porém, a situação foi se degradando de tal forma que Portugal passou de uma economia que se acercava a uma taxa de desemprego muito baixa em 1999, para atingir níveis históricos de desemprego uma década depois. Entre as diversas explicações para isto, alguns autores enfatizam o aumento da concorrência dos países emergentes e do Centro e Leste europeu, outros destacam a fragilidade do capital humano e a rigidez dos mercados de bens e serviços e do trabalho e outro grupo de autores destaca o papel das políticas orçamentária e fiscal neste processo.

Na prática, dois fatores exógenos afetaram muito negativamente o país neste momento. Primeiro, a valorização do preço dos insumos energéticos (com destaque para o petróleo), dos quais Portugal é extremamente dependente, e que afetou muito negativamente a balança comercial do país. Depois, a expansão da UE em direção ao

leste trouxe um impacto negativo por conta do desvio de IDE e de comércio, que antes deveriam ser destinados a Portugal, passaram a ser destinados àqueles países.

Além disso, durante a primeira década do século XXI, Portugal foi acumulando déficits excessivos em transações correntes concomitantemente a recorrentes déficits fiscais, enquanto o governo ignorava os diversos avisos referentes à condução do Programa de Estabilidade e Crescimento da União Européia, que buscava estabelecer um teto de 3% ao déficit público. A situação fiscal portuguesa, a despeito das seguidas “advertências” das autoridades européias não encontrava maior dificuldade de financiamento assim como também a demanda dos agentes privados, que compravam produtos em euro de outros países da União Européia, era facialmente financiada pelos créditos do sistema bancário europeu. Entretanto, por conta da recessão mundial desencadeada em 2008 houve uma erosão das receitas no país o que, associado ao fato de o Banco Central Europeu não comprar títulos públicos nacionais, dificultou o financiamento da dívida por parte de Portugal. Ainda assim, na literatura dominante aqui resenhada prevê-se uma “dolorosa década de estagnação e alto desemprego” (Leão e Palacio-Vera, 2011, p. 26) para que as economias mais prejudicadas possam se recuperar.

Por fim, ainda que a experiência de integração européia em suas distintas fases tenha apresentado resultados diversos sobre a economia portuguesa, o fraco desempenho durante a vigência do euro e os desdobramentos desta última crise fazem com que alguns autores sugiram que o país volte a utilizar uma moeda de emissão nacional. Todavia, o argumento à manutenção do euro sugere que os custos de uma saída unilateral sejam excessivamente custosos e destaca-se um conjunto de estratégias possíveis de serem aplicadas para a retomada do crescimento, que passam sobretudo por um ajuste fiscal ou alguma forma de reequilibrar as transações correntes.

Bibliografia

- ABREU, M. Da Adesão à Comunidade Européia à Participação na União Económica e Monetária: A Experiência Portuguesa de Desinflação no Período 1984-1998. Boletim Económico, Banco de Portugal, Dezembro 2001.
- AFONSO, A.; FURCERI, D.; GOMES, P. Credit Ratings and the Euro Area Sovereign Debt Crisis, 2011
 .<http://economics.soc.uoc.gr/macro/docs/Year/2011/papers/paper_4_78.pdf>.
 Data de acesso: 10/9/2011.
- AFONSO, O.; AGUIAR, A. Comércio Externo e Crescimento da Economia Portuguesa no Século XX. Porto, Portugal. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 2004. (Working Paper, n. 146)
- AGUIAR-CONRARIA, L.; ALEXANDRE, F.; PINHO, M. O Euro e o Crescimento da Economia Portuguesa: Uma Análise Contrafactual. Braga, Portugal. Universidade do Minho, 2010. (Working Paper, n. 37)
- ALEXANDRE, F. et al. Manufacturing Employment and Exchange Rates in the Portuguese Economy: The Role of Openness, Technology and Labour Market Rigidity. Bonn, Alemanha. IZA, 2010. (Discussion paper n. 5251)
- BLANCHARD, O. Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal. Portuguese Economic Journal, n. 6, pp. 1–21, 2006
- CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS. A Actualidade do Sector Imobiliário Residencial: Ajustamentos de Desafios. Nota temática CGD, n. 2, 2011.

- CERQUEIRA, P. Assimetria de Choques entre Portugal e a União Européia. Tese (Mestrado em economia) - Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal. 2000.
- CHORINCAS, J. O Cluster do Automóvel em Portugal. Lisboa, Portugal. Ministério do Planeamento, 2002.
- CORRÊA, M. Espanha e Portugal no Contexto da Integração Econômica Européia. Tese (Doutorado em economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Porto Alegre, Brasil. 2010.
- COSME, P. Está na Hora de Portugal Sair da Zona Euro. Porto, Portugal. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 2011. (Working Paper, n. 423)
- DE GRAUWE, P. Economics of the Monetary Union. Nova Iorque: Oxford University Press, 2009.
- FARIA, L. Da indisciplina à austeridade: O crescimento como estratégia de saída. Contraditório, Policy Paper 10/05, 2010. <<http://www.contraditorio.pt/read-papers.php?i=171>>. Data de acesso 22/8/2011.
- GONÇALVES, R. Crise do Euro? Jornal dos economistas, Rio de Janeiro, n. 251, pp. 5-6, Junho de 2010.
- JOVANOVIC, M. The economics of European integration: limits and prospects. Grã-Bretanha: MPG Books, 2005.
- LAINS, P. O Estado e a Industrialização em Portugal 1945 - 1990. Análise Social, Lisboa, v. 29, pp. 923-958, 1994.

- LEÃO, P.; PALACIO-VERA, A. Can Portugal Escape Economic Stagnation Without Opting Out of the Eurozone? Nova Iorque, EUA. Levy Economics Institute of Bard College, 2011. (Working Paper n. 664)
- MATEUS, A. A economia portuguesa depois da adesão às Comunidades Europeias: transformações e desafios. *Análise Social*, Lisboa, v. 27, pp. 655-671, 1992.
- MOTA, J.; LOPES, L.; ANTUNES, M. A Economia Global e a Crise da Dívida. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 38, n. 2, pp. 83-89, 2010.
- PANICO, C. Causes of the Debt Crisis in Europe and the Role of Regional Integration, 2010. <http://www.networkideas.org/featart/oct2010/Carlo_Panico.pdf>. Data de acesso: 2/12/2011.
- PESSOA, A. Tecnologia e Crescimento Econômico: O Caso Português no Contexto da OCDE. Tese (Doutorado em economia) - Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto, Portugal. 2003.
- PORTUGAL. Código do Trabalho de 17 de fevereiro de 2009.
- PORTUGAL, P. Como transformar um mercado de trabalho estagnado e esclerosado num mercado dinâmico e vibrante. *Mais Sociedade*, 2009. <<http://www.maissociedade.com/uma-sociedade-mais-prospera/>>. Data de acesso: 10/9/2011.
- ZEMANEK, H.; BELKE, A.; SCHNABL, G. Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness. CESifo, Working Paper n. 2639, 2009. <<http://www.cesifo-group.org/wp>>. Data de acesso: 8/9/2011.